

La France et l'Europe face à la crise économique

VOLET 3. QUELLES POLITIQUES BUDGÉTAIRES EN EUROPE EN SORTIE DE CRISE ?

Face à l'ampleur de la récession mondiale, les politiques de relance ont atteint leur objectif : stabiliser l'activité et lisser l'ajustement des capacités. Une consolidation graduelle et généralisée à l'ensemble de la zone euro apparaît aujourd'hui nécessaire. Dans le cas français, il s'agit de reconstituer des marges de manœuvre budgétaires pour pouvoir faire face à un prochain retournement conjoncturel, ce que notre pays a eu du mal à accomplir au cours des précédents cycles économiques. Les conditions

monétaires créent un contexte favorable à cet effort, en permettant de compenser une consolidation de l'ordre de 2 % du PIB à court terme. Par ailleurs, le risque d'impact négatif sur la croissance peut être modéré par le choix des modalités de l'ajustement. Les États membres doivent surtout concentrer leur effort sur les dépenses de fonctionnement et se redéployer simultanément vers les dépenses d'avenir. Sur ce terrain, une coordination européenne serait souhaitable. ■

PROPOSITIONS

- 1 La France doit mener un effort de consolidation budgétaire de l'ordre de 4 à 5 points de PIB pour rétablir un sentier de dette soutenable à moyen terme et pour restaurer des marges de manœuvre budgétaires de type contra-cyclique.
- 2 L'ajustement ne doit pas être différé mais il devrait être graduel afin de ne pas affaiblir la reprise. La détente des conditions monétaires en Europe depuis le début de la crise crée une fenêtre d'ajustement favorable, permettant d'absorber 2 points de PIB de réduction du déficit structurel à court terme sans pénaliser la croissance.
- 3 L'ajustement doit reposer sur l'adoption de mesures conçues comme permanentes et sur une programmation à moyen terme strictement respectée pour en renforcer la crédibilité. Cela plaide plutôt pour une action sur les dépenses dans un contexte de fiscalité déjà élevée et de concurrence fiscale qui tend à fragiliser le caractère pérenne des hausses d'impôt.
- 4 Le faible coût du capital lié aux politiques monétaires expansionnistes doit être mis à profit pour soutenir les politiques d'investissement d'avenir coordonnées sur l'ensemble de l'espace européen.

LES ENJEUX

Les politiques macroéconomiques menées au sein de l'espace européen sont confrontées à un dilemme. La situation critique d'un certain nombre d'États membres en termes de soutenabilité expose la zone à un risque de renchérissement du coût de financement des administrations publiques.

Mais l'effort de consolidation attendu pourrait *a contrario* fragiliser la reprise, ralentir la croissance potentielle et éroder la base fiscale, détériorant en définitive l'équation budgétaire. Le G20 ou les messages adressés par les organismes internationaux sont symptomatiques de cette tension. Ils exhortent les États à ne pas tuer dans l'œuf la reprise mondiale, mais mettent en garde en même temps contre les risques de dérive cumulative des dettes.

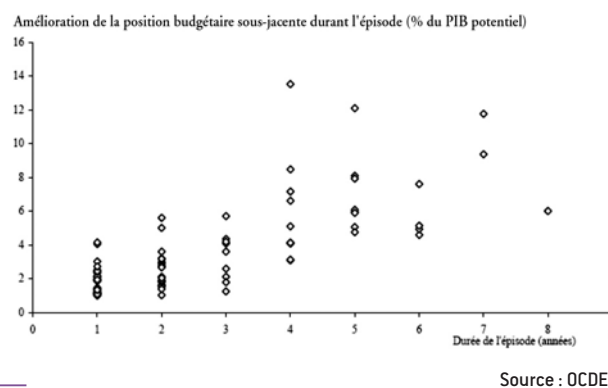
Cette note souligne :

- ▶ qu'un ajustement peut être mené de manière graduelle sans que cela compromette ses chances de succès ;
- ▶ que le rétablissement de marges d'action stabilisatrice de type contra-cyclique est décisif pour soutenir la croissance potentielle ;
- ▶ que l'effet positif de la détente des conditions monétaires et financières est en mesure aujourd'hui de compenser les conséquences de 2 points de consolidation budgétaire, mais que cette dernière doit être crédible et relativement étalée dans le temps ;
- ▶ que le risque de dégradation de la croissance potentielle est minimisé par la vigueur des politiques microéconomiques de soutien à l'innovation.

LES ENSEIGNEMENTS DES CONSOLIDATIONS PASSÉES

Les pays développés ont connu un grand nombre d'épisodes de consolidation budgétaire depuis 30 ans. L'OCDE en dénombre 85 dans 24 pays, dont la majorité demeure d'un montant inférieur à 2,8 % du PIB et d'une durée inférieure à 2 ans. Une vingtaine de pays ont mené au cours de cette période des consolidations supérieures à 5 points de PIB et une dizaine supérieures à 10 points. Il serait cependant vain de vouloir sur la base de ces observations édicter une règle optimale en matière de consolidation. Chaque effort correspond à des contextes bien particuliers. Celui de l'adhésion à l'euro ouvrirait notamment la perspective d'une très forte décru du coût de financement de la dette, ce qui a facilité la réalisation des objectifs. Dans de petites économies ouvertes, la dépréciation du change a modéré par le passé les coûts de l'ajustement budgétaire sur la croissance. D'autres économies ont mené des efforts isolés, dans un contexte de croissance mondiale favorable. La spécificité de la crise actuelle tient surtout au caractère simultané des dérives budgétaires et des efforts à consentir dans les pays développés pour stabiliser les ratios d'endettement public.

Graphique 1 :
Relation entre durée et ampleur de la consolidation



Pour autant, quelques constats généraux peuvent être mis en exergue. Les expériences passées ne plaident pas nécessairement en faveur des "thérapies de choc". Les annonces d'ajustement massif et concentré dans le temps ne sont pas toujours les plus crédibles car elles butent sur la question de leur acceptabilité. Les efforts de grande ampleur tendent à être plus étalés dans le temps (graphique 1) que ceux de moindre taille, la durée permettant d'en atténuer l'intensité annuelle⁽¹⁾. Ce dosage a notamment été privilégié par le passé lorsque la situation macroéconomique initiale était particulièrement dégradée.

La restauration d'un équilibre budgétaire durable passe avant tout par une contraction des dépenses publiques, et moins par une augmentation des recettes. Les ajustements réussis qui permettent de converger vers des finances publiques soutenables reposent en effet majoritairement sur une coupe des dépenses primaires⁽²⁾. Alesina et Perotti (1996)⁽³⁾ soulignent la meilleure efficacité des efforts visant une réduction de la masse salariale publique et des dépenses de transfert. En revanche, l'augmentation des recettes constitue souvent un levier moins pérenne de restauration de l'équilibre budgétaire⁽⁴⁾.

Le moment et les conditions macroéconomiques qui prévalent au début d'une phase de consolidation constituent des éléments décisifs. Les ajustements budgétaires réussis sont en moyenne intervenus lors d'une phase ascendante du cycle (mesuré par l'écart de la production par rapport à sa tendance potentielle), alors que la plupart de ceux qui n'ont pas permis de restaurer l'équilibre budgétaire se sont produits en phase descendante⁽⁵⁾. Une situation financière initiale très dégradée et un niveau élevé du service de la dette accroissent paradoxalement la probabilité de réussite de l'ajustement. Les avancées concernant le déficit primaire se doublent d'un effet positif sur le service de la dette.

Les ajustements peuvent même exercer **un impact expansionniste s'ils suivent une crise majeure des finances publiques. Les consolidations budgétaires ne sont ainsi pas toujours défavorables à la croissance.** Plusieurs ajustements budgétaires ont été dans le passé associés à des phases d'expansion économique, même à court terme (Danemark, 1983-1986 ; Irlande, 1986-1988 ; Suède, 1996-1998 par exemple). Les estimations récentes du FMI, selon la méthodologie VaR⁽⁶⁾ d'analyse des chocs, indiquent notamment que les politiques budgétaires temporaires ont bien les effets keynésiens attendus sur la croissance à court terme. En revanche, les augmentations permanentes de déficits ont des effets multiplicateurs instantanés plus faibles et peuvent même exercer des effets négatifs sur la production à long terme. Une consolidation budgétaire poursuivie sur plusieurs

années pourrait donc finir par relever la croissance. En illustration de sa théorie du "stress fiscal", Perotti (1999) montre que si la dette publique atteint une certaine part dans la richesse nationale, l'effort de consolidation peut modérer les anticipations de hausse future des impôts de la part des ménages et des entreprises. Giavazzi et Pagano (1990)⁽⁷⁾ montrent aussi que le surcroît de consommation privée observé dans certains pays dépasse très largement l'effet mécanique induit par le recul des dépenses socialisées et leur prise en charge directe par les ménages⁽⁸⁾. D'autres auteurs insistent sur la **composition de l'ajustement**. Selon Alesina et Perotti (1996), dans le cas d'ajustements non durables, les deux tiers de la réduction des dépenses affectent l'investissement public et laissent intacte la masse salariale. Les coupes dans le capital sont en revanche beaucoup plus faibles lors d'ajustements réussis (un cinquième en moyenne). Pour Lane et Perotti (1996), la réduction des dépenses de fonctionnement de l'État hors masse salariale a peu d'impact récessif.

Il faut cependant ajouter que **les politiques monétaires et de change ont été dans le cas d'ajustements réussis très accommodantes, avec de fortes dévaluations**, associées à un ancrage aux autres monnaies tout de suite après, de manière à éviter une remontée des taux d'intérêt. L'efficacité de ces dévaluations a été renforcée par la faible taille des pays et leur forte propension à exporter. Les consolidations dites "expansionnistes" ne sont donc pas aisément transposables à des économies de moyenne ou grande taille, à l'exception notable de l'Allemagne, qui dispose d'un taux d'ouverture comparable à celui d'une petite économie.

➤ L'ANTICIPATION DES CRISES FUTURES

La France est entrée dans la crise avec un déficit structurel supérieur à 3 % du PIB (entre 3 % et 3,7 % selon les estimations en 2007 et en 2008). **Cette situation de solde structurel relativement dégradé en haut du cycle des affaires est récurrente.** Elle traduit une tendance plus



[1] Cette observation d'ensemble s'accompagne néanmoins d'exceptions notables, comme celles du Danemark en 1986 ou d'Israël en 1983, qui ont mené des consolidations budgétaires supérieures à 10 points de PIB en moins de quatre ans.

[2] Pour les deux tiers selon Brand T. (2008), "Après la crise, quel retour à l'équilibre des finances publiques à moyen terme ?", *La Note de veille*, n° 112, Centre d'analyse stratégique, octobre.

[3] "Fiscal adjustments in OECD countries: Composition and macroeconomic effects", *NBER Working Paper*, n° 5730.

[4] Inversement, les stratégies radicales de réduction d'impôts visant à "affamer la bête" nécessitent souvent d'augmenter les recettes un ou deux ans plus tard : Romer C. D. et Romer D. H. (2007), "Do tax cuts starve the beast? The effect of tax changes on government spending", *NBER Working Paper*, n° 13548.

[5] Brand T. (2008), *op. cit.*

[6] VaR : Value at Risk.

[7] Blanchard O. et Fischer S. (dir.) (1990), "Can severe fiscal adjustments be expansionary?", in *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, MA: MIT Press.

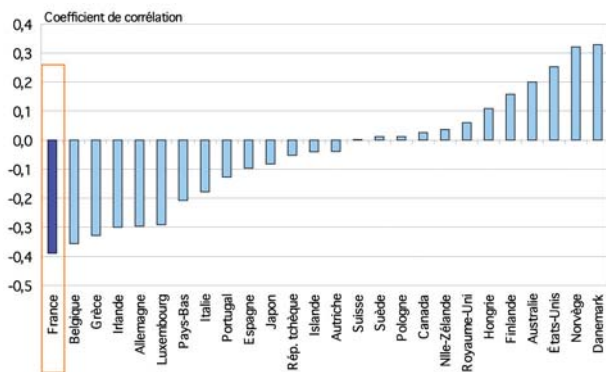
[8] Les auteurs montrent que le surcroît de consommation privée imputable directement à la baisse des services publics explique seulement 15 % de l'expansion de l'activité au Danemark, au milieu des années 1980.

globale à mettre en œuvre des politiques budgétaires pro-cycliques, qui se relâchent en phase haute du cycle et se resserrent prématurément en début de phase ascendante, lorsque le faible étiage des recettes fiscales révèle la réalité de la dégradation structurelle du solde budgétaire. Cette orientation est caractéristique de la France et des pays d'Europe continentale, comme l'indiquent les niveaux de corrélation entre la position dans le cycle (mesurée par *l'output gap*⁽⁹⁾) et le sens des impulsions de la politique budgétaire (*graphique 2*), entre 1980 et 2008. Elle contraste avec ce que l'on observe dans les pays anglo-saxons ou d'Europe du Nord. Elle est typique de pays qui pourraient mieux gérer leur contrainte inter-temporelle et financent en partie des dépenses nouvelles à caractère permanent par des surcroîts de recettes liés au cycle. Ce tempo budgétaire participe à l'allongement de la durée moyenne des phases de récession, deux fois plus longue en Europe qu'aux États-Unis.



Graphique 2 :

Impulsions budgétaires délibérées et cycle
Coefficient de corrélation entre la variation du solde primaire structurel et l'output gap



Note : une corrélation négative signifie qu'un pays tend à prendre des mesures discrétionnaires pour rééquilibrer son budget en bas du cycle

Source : OCDE, calculs CAS

Une deuxième conséquence de l'orientation pro-cyclique des politiques budgétaires pourrait être d'affaiblir la croissance potentielle. Même si le cycle alterne des phases d'accélération et de décélération de l'activité

apparemment symétriques, certains auteurs suggèrent que l'amplitude ou la durée des épisodes de récession ne sont pas neutres sur la croissance de long terme. Cette question est particulièrement débattue. La vision d'inspiration schumpétérienne⁽¹⁰⁾ des cycles d'affaires considère que les récessions incitent les entreprises à corriger les inefficacités organisationnelles, à innover et à se tourner vers de nouvelles opportunités de demande. Des travaux soulignent néanmoins que les réallocations de ressources s'opèrent avec difficulté en récession, limitant ainsi la portée du processus de destruction créatrice (Caballero et Hammour, 2005)⁽¹¹⁾. La crise peut entraîner une "sclérose technologique" et ne favorise pas nécessairement un tri en faveur des "bonnes" entreprises. Lee et Mukoyama (2008)⁽¹²⁾ montrent ainsi, sur micro-données américaines, qu'en période de récession, les comportements de faillite sont peu modifiés alors que l'entrée des start-ups à fort potentiel est particulièrement ralentie. D'autres travaux soulignent la pro-cyclicité de la R & D, non nécessairement en moyenne, mais pour un grand nombre de PME, compte tenu du durcissement des contraintes de financement interne dues à la baisse des profits ou de financement externe liées au rationnement du crédit des banques (Aghion *et al.*, 2009)⁽¹³⁾. Les phases ascendantes et descendantes du cycle sont ainsi suspectées de produire des effets asymétriques sur la croissance potentielle. En freinant l'entrée des nouvelles structures et en durcissant la contrainte de crédit des PME innovantes, les récessions laisseraient des traces sur la productivité globale des facteurs et donc sur la croissance de long terme, que les reprises ne compenseraient pas⁽¹⁴⁾. Pour Aghion, Barro et Marinescu (2005), la zone euro pourrait gagner 0,2 % de croissance si elle menait des politiques aussi contra-cycliques que les États-Unis.

La gestion pro-cyclique de la contrainte de financement tend à éloigner progressivement le solde primaire structurel de la zone où il stabilise la dette. L'effort de consolidation est en effet problématique en période de récession et risque de demeurer incomplet, contribuant à l'érosion de la position financière de l'État avec le



(9) L'indicateur mesure l'écart du PIB à son potentiel non inflationniste. Il diminue même lorsque la croissance est positive, dès que la croissance évolue en dessous de son rythme potentiel.

(10) Cette vision dérive de l'approche schumpétérienne de la "destruction créatrice", qui s'applique plus aux cycles longs de type Kondratieff et donc à l'alternance de grandes phases A et B qui rythment l'histoire économique, qu'aux cycles courts des affaires de fréquence plutôt quinquennale.

(11) Caballero R. J. et Hammour M. (2005), "The cost of recessions revisited : A reverse-liquidationist view", *The Review of Economic Studies*, vol. 72, n° 2, avril, p. 313-341, et Caballero R. J. et Hammour M. (1998), "The macroeconomics of specificity", *The Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 4, août, p. 724-767.

(12) Hall B. (1992), "The financing of research and development", *Oxford Review of Economic Policy*, 18(1), p. 35-51 ; Himmelberg C. et Peterson B. (1994), "R & D and internal finance : A panel of small firms in high tech industries", *Review of Economics and Statistics*, 78(1), p. 38-51.

(13) Aghion P., Askenazy P., Berman N., Cetté G. et Eymard L. (2008), "Credit constraints and the cyclicalité of R & D investment : evidence from France", *Working Paper*, n° 2008-26, Paris School of Economics.

(14) Aghion, Angeletos, Banerjee et Manova (2004) ont montré en particulier que le taux de croissance du PIB par tête est bien négativement corrélé avec la volatilité du taux de croissance.

temps. Si l'économie est de surcroît confrontée à un choc d'ampleur imprévue, ce qui vient d'être le cas, l'absence totale de "provisionnement" d'un tel risque induit une très forte dérive de la dette. L'amplitude des cycles financiers au cours des 15 dernières années et la répétition des épisodes d'instabilité justifient pourtant l'anticipation de ce type d'événements. Si en haut de cycle, l'État avait "provisionné" 1,5 point de marge d'intervention contra-cyclique, au-delà du solde stabilisant la dette sur longue période, le solde primaire aurait été inférieur d'environ 3 points de PIB à ce qui a été observé en 2008. À plan de relance identique, la dégradation du ratio d'endettement rapporté au PIB serait de 13 points inférieure en 2011 à ce qui est projeté aujourd'hui pour la France. L'effort visant à stabiliser la dette après 2011 serait inférieur à 1 point de PIB au lieu de 4 à 5 points aujourd'hui. Cette situation correspond peu ou prou à celle du Canada, de l'Autriche et dans une moindre mesure de l'Allemagne.

La vitesse de dégradation de l'endettement observée aujourd'hui rend l'ajustement difficile à différer pour trois raisons principales : 1/ trop attendre pourrait compromettre l'option "douce" et exposer la France et d'autres pays d'Europe à l'adoption sous la pression des marchés de plans nationaux de redressement de finances publiques; 2/ l'État doit rapidement restaurer des marges de manœuvre pour disposer de moyens d'impulsion lorsque les politiques monétaires prendront une tournure moins accommodante ; 3/ les premiers pays qui rétabliront la soutenabilité de leurs finances publiques à l'issue de la crise minoreront le coût d'émission de leur dette souveraine et disposeront de marges d'intervention accrues en faveur des secteurs d'avenir. Ils se créeront ainsi un avantage en termes de compétitivité et de croissance potentielle. Un décalage de conjoncture marqué entre France et Allemagne reviendrait de surcroît à accélérer la consolidation budgétaire outre-Rhin par un transfert de la dette sur l'Hexagone, émise à un coût supérieur.

PROPOSITION 1

La France doit mener un effort de consolidation budgétaire de l'ordre de 4 à 5 points de PIB pour rétablir un sentier de dette soutenable à moyen terme et pour restaurer des marges de manœuvre budgétaires de type contra-cyclique.

LES CONDITIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES PEUVENT AMORTIR LES EFFETS D'UNE CONSOLIDATION GRADUÉE

Les conditions financières et monétaires recouvrent trois dimensions : la situation du taux de change qui conditionne la compétitivité de la zone euro ; le niveau des taux d'intérêt qui est décisif dans les choix d'investissement ; et la valeur du patrimoine qui agit sur le pouvoir de consommation et d'investissement des ménages et plus généralement sur la capacité d'emprunt d'une économie, sensible à la valeur des collatéraux. Les deux premières dimensions ont évolué favorablement au cours des derniers trimestres. La troisième, sensible notamment au prix de l'immobilier et au cours des actions, s'est dégradée puis s'est stabilisée ou partiellement reconstituée dans des proportions variables selon les économies. Au total, les conditions monétaires et financières⁽¹⁵⁾ se sont significativement détendues, sous l'impulsion des banques centrales, dont la politique a été exceptionnellement accommodante. L'évaluation de l'orientation des politiques macroéconomiques discrétionnaires doit prendre en compte la double dimension budgétaire et monétaire de la politique publique. On a parfois suspecté le policy mix européen d'appuyer à la fois sur le frein monétaire et l'accélérateur budgétaire. La crise a ouvert clairement la voie à une double détente. La possibilité d'une consolidation en douceur peu pénalisante pour la croissance est largement conditionnée par le maintien de conditions monétaires expansives. Encore faut-il que la politique monétaire ne vienne pas buter sur son seuil d'inefficacité, qui intervient lorsque le contexte de déflation ne permet plus aux taux d'intérêt de mordre sur l'activité réelle (situation dite de "trappe à liquidité"). Les différentes dimensions des conditions monétaires et financières ne sont de surcroît pas figées. Leur impact doit être évalué en prenant en compte leur orientation future. Cette dernière n'est elle-même pas indépendante des arbitrages qui seront effectués au plan budgétaire.

Des taux d'intérêt réels à des niveaux historiquement faibles depuis 30 ans

Même si l'accent est mis depuis plusieurs mois sur les primes de risque qui pénalisent le financement de certains pays et que les *spreads* se sont sensiblement accrus au sein de la zone euro, le coût de financement de la dette souveraine a globalement diminué pour la

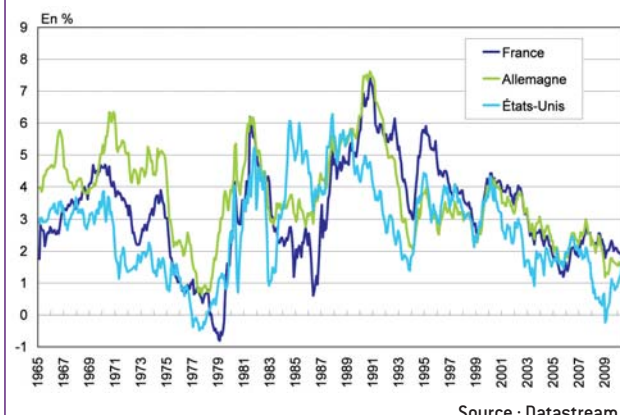
[15] Voir notamment Guichard S., Haugh D. et Turner D. (2009), "Quantifying the effect of financial conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and United States", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 677, mis à jour dans l'*OECD Economic Outlook* d'avril 2010.

plupart des pays développés. Les taux d'intérêt réels⁽¹⁶⁾ des obligations d'État à 10 ans oscillaient autour de 2 % dans la période de pré-crise, à des niveaux historiquement bas depuis 30 ans dans une phase de reprise (5 % à 7 % entre 1986 et 1990, 3 % à 4 % entre 1997 et 2000) et à des niveaux sensiblement inférieurs aussi à ceux qui prévalaient avant les deux premiers chocs pétroliers (*graphique 3*). Les taux réels à 10 ans sont plus proches aujourd'hui de 0,5 % - 1 %, si l'on se réfère au taux actuariel des obligations d'État indexées sur l'inflation⁽¹⁷⁾. Ils ont donc perdu près d'un point depuis le début de la crise.



Graphique 3 :

Taux d'intérêt réels à 10 ans Taux des emprunts d'État à 10 ans - inflation lissée sur 5 ans



La baisse des taux réels à 10 ans, si elle s'avérait durable, serait susceptible d'induire près de 0,2 point de croissance supplémentaire par an au cours des trois prochaines années (0,5 point en cumulé sur trois ans), si l'on se fie à l'impact moyen qui ressort de quelques grands modèles macroéconomiques standards qui servent de référence dans les organismes internationaux ou les administrations économiques (*tableau 1*).

La question est de savoir si ces taux réels historiquement bas doivent être considérés comme participant à un regain de croissance ou s'ils sont le signe avant-coureur d'autres risques. Deux perspectives suscitent des inquiétudes :

► celle de la formation d'une "trappe à liquidité" : les taux longs témoigneraient essentiellement de l'anticipation par les opérateurs de politiques monétaires condamnées à maintenir les taux courts à leur plancher sur la longue durée, à l'instar du Japon des années 1990. Le maintien de telles politiques serait la conséquence de tendances déflationnistes persistantes au sein des économies, qui rendraient inopérante la politique monétaire puisque les taux réels deviendraient rigides à la baisse. Cette inquiétude, relayée en particulier par Paul Krugman, est particulièrement marquée aux États-Unis. Elle pointe également aujourd'hui dans de récents avis de la Fed⁽¹⁸⁾ ;

► celle d'une remontée significative des taux réels en réponse à la forte montée de la dette publique des pays développés : cette dernière a progressé de 20 points de PIB en moyenne dans les pays de l'OCDE. Les travaux empiriques suggèrent qu'une telle dérive est susceptible d'induire 1 point de taux réel supplémentaire, avec des écarts prononcés selon les pays, en fonction du niveau initial d'endettement ou de la qualité de certains fondamentaux⁽¹⁹⁾. Les approches par les flux suggèrent des ordres de grandeur similaires. La dégradation de 3 points en moyenne des soldes structurels observée dans les pays de l'OCDE pourrait provoquer entre 0,2 et 0,5 point de taux supplémentaire par point de déficit.

Ces deux risques contradictoires appellent à la vigilance. Pour l'heure, les pays développés ne sont pas objectivement en déflation même si la situation est préoccupante. L'inflation sous-jacente sur le marché des biens est proche de 1 % en France, dans la zone euro et aux États-Unis. Un tel ordre est historiquement faible outre-Atlantique mais a déjà été atteint en France lors des récessions de 1993 et de 2000. L'inflation anticipée à long terme, telle qu'elle ressort du cours des obligations d'État indexées, demeure comprise entre 1,5 % et 2,5 % selon les échéances⁽²⁰⁾. Surtout, le contexte de croissance mondiale soutenue (4,5 % prévus par le FMI pour 2010) maintient en tension les marchés de matières premières. Concernant le second risque, le contexte de reconstitution de l'épargne privée, particulièrement marqué dans les

[16] Les taux d'intérêt réels mesurent le rendement d'un titre en retenant l'effet de l'érosion de la dette par l'inflation anticipée. Pour des titres longs de 10 à 30 ans, on considère le plus souvent que les marchés projettent l'inflation sur la base de l'inflation observée au cours du précédent cycle. L'inflation moyenne observée au cours des cinq dernières années peut alors être retenue comme estimateur de l'inflation anticipée.

[17] En pratique, l'investisseur dans une DATi ou dans une DATÉi percevra un coupon fixe plus faible que s'il avait acquis une OAT nominale de même maturité, mais il se verra rembourser à échéance un capital plus élevé, d'un montant supplémentaire égal au cumul de l'inflation sur la période d'existence de l'obligation. Les DATi et DATÉi sont cotées sur les marchés obligataires au même titre que les OAT. Leur valeur de marché permet de calculer un taux actuariel appelé "taux réel". La comparaison avec le rendement actuariel des obligations nominales de même maturité permet d'extraire des informations sur les anticipations d'inflation : cet écart, appelé le "point mort d'inflation", mesure approximativement l'anticipation d'inflation par le marché à un instant donné. Plus précisément, le point mort d'inflation est la somme de trois éléments : l'anticipation d'inflation, la prime de risque d'inflation et éventuellement une prime de liquidité dépendant de l'intensité de l'offre et de la demande ; voir Coeuré B. et Sagnes N. [2005], "Un bilan de l'émission des obligations françaises indexées sur l'inflation", *Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques*, n° 89, novembre.

[18] www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100810a.htm.

[19] Voir notamment FMI [2009], "The state of public finances cross-country fiscal monitor: November 2009", *IFM Staff Position Note*, SPN/09/25 ; Ardagna S., Caselli F. et Lane T. [2007], "Fiscal discipline and the cost of public debt service: Some estimates for OECD countries", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol.7, 1.

[20] Elle tend néanmoins à décélérer à nouveau depuis le premier trimestre, ce qui peut susciter des inquiétudes.

économies surendettées, et le mouvement profond de rééquilibrage des portefeuilles vers les titres dits “sans risque”, diffèrent pour l’instant les perspectives de hausse des taux longs sur la dette souveraine de la plupart des pays développés (voir volet 2, Note d’analyse n° 192).

Tableau 1 :
Impact sur le PIB d’une baisse de 1 point de l’ensemble des taux d’intérêt en zone euro selon différents modèles de référence

	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Mésange (France)	0,01	0,06	0,11	0,2	0,28
Nigem (zone euro)	0,3	0,9	1,2	1,2	1,1
E-Mod (France)	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5
Interlink (zone euro)	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
OCDE new model (zone euro)	0,0	0,1	0,3	0,5	0,7
Consensus	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6

Un scénario vertueux de sortie de crise, modérant les risques sur le coût de financement de l’économie, est envisageable. Il nécessite des engagements crédibles de consolidation des finances publiques à moyen terme, afin d’éviter que la forte montée actuelle de l’endettement public ne soit aggravée par un renchérissement significatif du service de la dette. Le lien empirique entre dette publique et taux d’intérêt est particulièrement distendu et laisse de la sorte un fort degré de liberté aux gouvernements pour fixer l’échéancier d’une telle consolidation. Le caractère accommodant des politiques monétaires peut quant à lui favoriser une résurgence modérée d’inflation. Le graphique 8 montre que cette dernière demeure sensible au cycle d’activité et à l’orientation des politiques monétaires. Son accélération contenue pourrait permettre de partager la charge de l’ajustement entre consolidation réelle et érosion monétaire de la dette.

(Le retour à la normale de la parité de l’euro

Quel que soit l’indicateur choisi, le taux de change de l’euro est revenu à une position moyenne au regard de sa valeur de longue période ou de certains fondamentaux. La parité euro/dollar s’est établie à 1,22 dollar en juin

2010, 23 % sous sa valeur historique maximale de juillet 2008 (tableau 2). Les valeurs extrêmes témoignent le plus souvent de déséquilibres et peuvent difficilement servir de référence. La valeur de juin indique un simple retour sur la moyenne de longue période. Cette observation n’est pas en soi synonyme d’un retour à l’équilibre : tout dépend des écarts de productivité et d’inflation qui caractérisent les deux zones. La parité de pouvoir d’achat, mesurée par l’OCDE, constitue une référence utile pour savoir si une parité est sous-évaluée ou surévaluée⁽²¹⁾. Elle indique le taux de change qui égaliserait les prix entre deux zones et serait donc neutre en termes de compétitivité. Cette référence montre que la valeur maximale de l’euro, atteinte au premier semestre 2008, surenchérisait de plus de 40 % les prix des produits français par rapport aux produits américains équivalents. Au niveau de parité de juin, cet écart est réduit à 10-15 %. Cet indicateur confirme ainsi une normalisation de la parité⁽²²⁾ (graphique 4).

Tableau 2 :
Valeur moyenne et valeurs extrêmes de la parité euro/dollar sur trois décennies

	Moyenne	Maximum	Minimum
1980-1989	1,04	1,44 Janvier 1980	0,67 Mars 1985
1990-1999	1,21	1,40 Août 1992	1,01 Décembre 1999
2000-2009	1,19	1,58 Juillet 2008	0,85 Octobre 2000
2010 (janv.-juil.)	1,32	1,43 Janvier 2010	1,22 Juin 2010

Source : Datastream

Le taux de change effectif réel de l’euro mesure la parité de la devise par rapport à un panier de monnaies, en tenant compte de la structure du commerce extérieur de la zone euro et de l’écart d’inflation⁽²³⁾. Cette référence est relativement stable sur très longue période et permet aussi d’identifier les plages de forte surévaluation. La baisse observée jusqu’en juin 2010 de la parité effective de l’euro fait à nouveau figure de normalisation. L’euro s’est déprécié de 10 % en termes réels depuis le début de la crise par rapport à l’ensemble des devises. Une telle

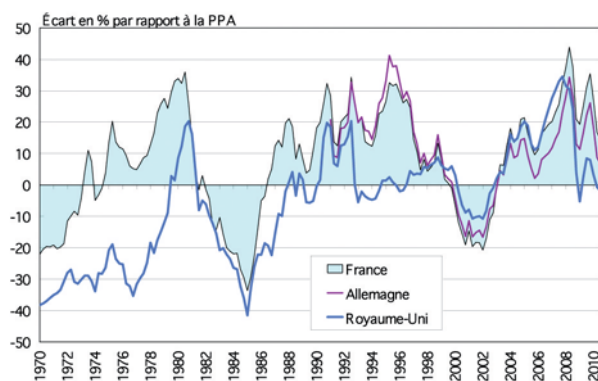
[21] Il ne s’agit pas en revanche d’un bon “prédicteur” du taux de change futur à court et moyen terme, car les écarts de la parité peuvent être persistants.

[22] Mouvement de normalisation lié très probablement au rééquilibrage de la balance des paiements américaine et la résorption partielle de l’excès de demande intérieure induit par la restriction du crédit ; cf. Brand T. (2008), *op. cit.*

[23] Un surcroît d’inflation de la zone par rapport à un partenaire pénalise la compétitivité et est donc assimilé à un renchérissement du taux de change de l’euro.

dépréciation est susceptible d'induire 0,4 à 0,5 point de croissance supplémentaire chaque année pendant trois ans sur l'ensemble de la zone euro (1,3 % en cumulé), si l'on se réfère aux variantes d'un certain nombre de modèles macroéconomiques de référence (tableau 3).

Graphique 4 :
Écart entre le taux de change des devises vis-à-vis du dollar et la PPA



Source : OCDE

Tableau 3 :
Impact sur le PIB d'une baisse de 10 % du taux de change effectif de l'euro

	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Mésange [2010]	0,5	0,8	1,0	0,9	0,9
Nigem [2008]	0,5	1,1	1,5	1,7	1,9
Nigem [2003]	0,8	1,3	1,0	0,9	0,9
Interlink [2008]	0,5	1,1	1,5	1,7	1,7
OCDE new model [2010]	0,7	1,3	1,7	1,8	1,6
Consensus	0,6	1,1	1,3	1,4	1,4

La correction à la baisse du taux de change effectif réel de l'euro est-elle durable et la remontée récente de l'euro augure-t-elle d'une inversion de tendance ? L'impact de la stratégie à moyen terme des finances publiques est sensible à des hypothèses de change éminemment incertaines. Néanmoins, la sous-évaluation structurelle du dollar par rapport à l'euro s'est bâtie sur des déséquilibres extrêmes des paiements internationaux, conséquence d'un excès de demande intérieure aux États-Unis alimenté par la bulle du crédit et d'un recyclage massif des excédents d'épargne des pays émergents vers le

reste du monde. Ces deux facteurs de déséquilibre de la balance des transactions courantes américaine ont perdu en intensité. Le désendettement des agents privés a notamment modéré le décalage de demande intérieure américaine avec le reste du monde et a participé au rééquilibrage structurel de la balance courante⁽²⁴⁾. L'appréciation du dollar repose néanmoins de manière décisive sur une dynamique du crédit interne assagie aux États-Unis. Un trop fort décalage entre les stratégies d'endettement public américain et européen est susceptible de détériorer la balance courante américaine et de recréer les conditions d'une dépréciation forte du dollar et d'une réappréciation du taux de change effectif réel de l'euro. Le besoin de stratégie coopérative dépasse donc le périmètre de la zone euro. La France est en quelque sorte tirillée entre la stratégie allemande de consolidation accélérée et la stratégie américaine d'activisme budgétaire prolongé ; deux options qui accroissent les risques d'une revalorisation de l'euro et peuvent rendre plus coûteuse la consolidation européenne en termes de croissance.

Des effets de richesse financière très amortis en Europe continentale

La prise en compte globale des conditions monétaires recouvre également la valeur des actifs. Une forte dépréciation des immobilisations financières et non financières des agents privés agit sur la demande par divers canaux. Les ménages peuvent en particulier avoir une cible de richesse par rapport à leur revenu disponible – notamment ceux qui préparent leur retraite sous forme de capitalisation. L'effort de reconstitution des encaisses se traduit alors par une hausse du taux d'épargne (à revenu équivalent, la dépense courante est davantage contrainte) et par une baisse de l'investissement. Dans presque tous les pays, le redressement de la balance des paiements témoigne de l'ampleur de ce réajustement entre l'épargne et l'investissement privés⁽²⁵⁾.

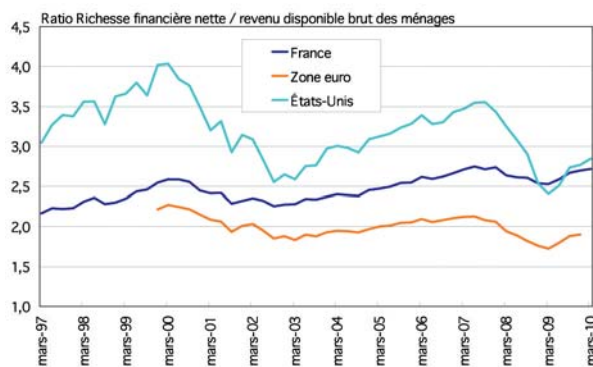
La crise financière récente a cumulé la dépréciation de deux catégories d'actifs : celle des actions et celle du patrimoine immobilier. Aux États-Unis, où le poids de la

[24] Brand T. (2008), *op. cit.*

[25] Ce mouvement n'a été contrebalancé que partiellement par le mouvement de "désépargne" publique.

richesse nette détenue en actions est particulièrement important, l'impact des cycles financiers sur la richesse nette est très prononcé (graphique 5). Le ratio richesse financière nette/revenu disponible a diminué de près d'un tiers par rapport à son sommet d'avant la crise. En outre, contrairement au cycle précédent, le mouvement n'a pas été amorti par le prix de l'immobilier. La mise en perspective de la situation de la zone euro ou de la France par rapport à la référence américaine montre que la crise a produit des effets très amortis et déjà partiellement récupérés en Europe continentale ou en France.

Graphique 5 :
Richesse financière nette des ménages rapportée à leur revenu disponible



Sources : BCE, Federal Reserve, Banque de France

La part de sur-ajustement des marchés d'actifs doit aussi être prise en compte. Les ratios de capitalisation sur profits (PER) ou de valeur de marché des capitaux propres sur leur valeur comptable (*price-to-book*) conduisent à minimiser les risques de rechute forte des marchés boursiers. Les prix de l'immobilier se sont avérés également très résistants, mais cette inertie est tributaire du niveau des taux d'intérêt. Une remontée des taux d'intérêt, peu probable à court terme, se doublerait probablement d'une seconde vague de dépréciation du patrimoine immobilier.

L'impact des effets de richesse négatifs est significatif lorsque ceux-ci atteignent simultanément les économies développées (tableau 4), ce qui est le cas de la crise actuelle. La dépréciation des cours boursiers à leur point bas de la crise, par rapport à leur valeur de moyenne période, était susceptible d'entraîner une perte de PIB voisine de 0,5 % à 1%, phénomène aggravé par la baisse des prix immobiliers. La récupération partielle des cours

boursiers, la stabilisation des prix immobiliers, laissent présager que ces effets jouent maintenant de façon très atténuée.

Tableau 4 :
Impact sur le PIB d'une baisse de 20 % des cours boursiers

	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Choc isolé dans un pays					
Nigem (France)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Interlink (France)	-0,1	-0,1	nc	nc	nc
Choc commun à tous les pays					
Interlink (France)	-0,4	-0,5	nc	nc	nc
Interlink (États-Unis)	-1,0	-1,0	nc	nc	nc

Au total, les conditions monétaires pourraient amortir la moitié des effets restrictifs liés aux 4,2 points de consolidation envisagés dans le programme français de stabilité pour 2013. La principale incertitude attenante à ce scénario relève du caractère simultané des politiques de consolidation en Europe. Les multiplicateurs de dépense sont généralement considérés proches de l'unité dans les pays développés (autrement dit 1 euro de dépense publique supplémentaire accroît le PIB d'un montant identique), selon les modèles macroéconométriques de référence, et sensiblement moindres selon d'autres approches. Pour certains économistes, la conduite simultanée de politiques de consolidation en Europe accroîtrait leur impact récessif. La position dans le cycle modifierait également la persistance des effets⁽²⁶⁾.

Tableau 5 :
Impact sur le PIB d'une restriction des dépenses publiques de 1 point de pourcentage sur le PIB

	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Mésange	-1,1	-1,3	-1,3	-1,2	-1,0
E-Mod	-1,3	-1,1	-1,0	-0,8	-0,6
Choc commun à tous les pays de la zone euro					
E-Mod	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5
OCDE new model	-0,8	-0,8	-0,5	-0,3	-0,1

PROPOSITION 2

L'ajustement ne doit pas être différé mais il devrait être graduel afin de ne pas affaiblir la reprise. La détente des conditions monétaires en Europe depuis le début de la crise crée une fenêtre d'ajustement favorable, permettant d'absorber 2 points de PIB de réduction du déficit structurel à court terme sans pénaliser la croissance.

PROPOSITION 3

L'ajustement doit reposer sur l'adoption de mesures conçues comme permanentes et sur une programmation à moyen terme strictement respectée pour en renforcer la crédibilité. Cela plaide plutôt pour une action sur les dépenses dans un contexte de fiscalité déjà élevée et de concurrence fiscale qui tend à fragiliser le caractère pérenne des hausses d'impôt.

LA RÉALLOCATION DES DÉPENSES VERS LES SECTEURS D'AVENIR

Dans une phase de consolidation, il est légitime de chercher à savoir quels sont les flux de dépenses ou de recettes publiques dont l'ajustement pénaliserait le moins la croissance potentielle. La composition de l'ajustement, tout autant que son montant, paraissent décisifs. La littérature sur les multiplicateurs offre néanmoins des résultats très dispersés⁽²⁷⁾. Traditionnellement, les modèles macroéconomiques standards affichent des multiplicateurs de dépense (consommation ou investissement) sensiblement supérieurs à ceux des recettes. On pourrait en inférer qu'une hausse de la fiscalité serait le mode d'ajustement qui mordrait le moins sur la croissance. Ce résultat est néanmoins en contradiction avec ceux mentionnés plus haut portant sur la probabilité d'une consolidation réussie, c'est-à-dire durable, qui soulignent une meilleure efficacité des mesures portant sur les dépenses. Il est également malmené par nombre de travaux plus récents qui infirment l'idée d'un impact macroéconomique de la fiscalité moindre que celui des

dépenses sur la croissance. Un seul résultat semble résister à la confrontation des études : la préservation de l'investissement public renforcerait les chances de réussite des politiques de consolidation et minimiserait le coût de l'ajustement sur la croissance.

Les crises profondes avec déflation des bilans ont pour racine des problèmes de surcapacité. La dépréciation des actifs financiers, le provisionnement des pertes induisent des risques de dépression cumulative, dans laquelle la dégradation des bilans provoque une baisse de la demande qui prolonge les difficultés financières⁽²⁸⁾. L'objectif de désendettement risque d'alimenter une boucle déflationniste quel que soit le niveau des taux d'intérêt. L'accroissement de l'endettement public devient alors indispensable et l'action complémentaire des banques centrales permet d'accélérer la purge des actifs toxiques et la reconstitution des bilans bancaires. Cette double impulsion se retrouve dans presque tous les pays confrontés à des crises similaires.

Une fois le transfert de dette des agents privés vers l'État opéré, quelle doit être la stratégie publique ? La question de l'ajustement est d'autant plus problématique qu'il n'existe pas de mécanisme spontané de retour à la moyenne de l'endettement public. Pour chaque niveau de croissance et de taux d'intérêt, il existe plusieurs combinaisons de déficit et de dette soutenable. La notion de soutenabilité fournit ainsi très peu d'indications sur le bon niveau d'endettement. Contrairement aux agents privés, l'arbitrage entre coût et rentabilité du capital ne fixe pas de limite à l'accumulation et à la dette. Il n'en reste pas moins que la dette publique a une contrepartie en termes d'accumulation de facteurs matériels et immatériels de croissance. Les politiques budgétaires expansives évitent certes la destruction d'entreprises efficaces à long terme et la perte de certains savoir-faire difficilement récupérables. Mais, ce faisant, elles pérennisent aussi des surcapacités matérielles qui auraient normalement été déclassées par la crise.

Le danger de s'accommoder du niveau de dette acquis à l'issue de la crise est de valider des choix d'investissement peu favorables à la croissance potentielle et de maintenir des structures financières et non financières "zombies", qui empêchent les nouveaux investissements et affaiblissent le potentiel de croissance. À défaut d'une



[27] Spilimbergo A., Symansky S. et Schindler M. (2009), "Fiscal multipliers", *IMF Staff Position Note*, SPN/09/11

[28] Koo R. (2001), "The Holy Grail of macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession", Norton agency titles.

référence optimale de dette, le choix de la consolidation, en organisant de manière arbitraire le retour de la dette publique à sa moyenne passée, peut limiter ce risque de validation des mauvais choix d'investissement. Menée graduellement, elle revient à étaler dans le temps l'ajustement des capacités. Cette stratégie de lissage n'a de sens que si elle est accompagnée d'un soutien aux secteurs d'avenir et au redéploiement des compétences.

L'expérience des crises passées, et la recherche des causes de succès de certains pays, permettent de mettre en exergue l'importance de la conduite simultanée et complémentaire de politiques macro et microéconomiques. Lors d'importantes crises de financement, il serait erroné de raisonner sur la base du clivage traditionnel qui oppose crise de l'offre (appelant des solutions d'ordre microéconomique) et crise de la demande (appelant des politiques de stabilisation d'ordre macroéconomique). Une vision endogène de la croissance rappelle que tout choc persistant sur les facteurs de production peut engendrer des pertes durables sur la croissance. La baisse de l'emploi et celle de l'investissement peuvent se doubler d'une dépréciation du capital humain et de l'innovation.

Les stratégies budgétaires adoptées par les pays scandinaves lors de la crise bancaire des années 1990 sont emblématiques de ces arbitrages. En Suède, alors même que le pays était engagé dans un effort de consolidation sans précédent, le poids des dépenses de R & D dans le PIB est passé de 2,5 % du PIB en 1993 à 4,5 % en 2000. La progression est également saisissante en Finlande (2 % à 3,5 %). Le développement des moyens en faveur de l'enseignement supérieur a également été considérable.

Cet accent mis sur l'innovation est le fait de "petits" pays, qui ont repensé leur spécialisation. La France bute depuis plusieurs décennies sur la difficulté d'organiser la montée en puissance de secteurs à forte intensité en R & D. L'expérience passée et le bilan très mitigé de la Stratégie de Lisbonne montrent qu'il est difficile d'atteindre de tels objectifs dans un pays de taille intermédiaire. Financer ou aider fiscalement la R & D ne portera ses fruits que dans des secteurs déjà positionnés sur ce créneau. À spécialisation donnée et à taille d'entreprises donnée, financer de la R & D de façon trop

volontaire risque de produire des surcapacités, c'est-à-dire des structures dédiées à l'innovation mais ayant peu d'efficacité en matière de dépôt de brevets. Ce constat oblige à mener au préalable une sélection stricte des projets en fonction de leur rendement économique et social. Il conduit aussi à lier la politique en faveur de l'innovation à une stratégie sur les secteurs porteurs et sur la démographie d'entreprise. Il donne tout son sens à la démarche initiée par le Commissariat général à l'investissement, qui place la réflexion sur les filières et sur le regroupement des entreprises au cœur de son action.

L'efficacité de ces dépenses serait accrue par une véritable coordination technologique en Europe, allant au-delà du cadre formel du PCRD (programme-cadre de recherche et développement). Le renforcement du gouvernement économique de l'Europe ainsi que de la fonction innovation au sein du budget communautaire permettrait d'améliorer les spill-over technologiques en Europe. La conduite à dominante nationale des politiques de l'innovation, telle qu'elle prévaut aujourd'hui, incite chaque région à promouvoir une politique d'innovation sur des micro-avantages comparatifs qui ne le sont pas à l'échelle mondiale et à doubler les soutiens. Un pilotage concerté au niveau européen permettrait de faire émerger une logique d'agglomération différenciée selon les régions et d'organiser plus efficacement les chaînes de valeur sur l'ensemble du territoire européen.

PROPOSITION 4

Le faible coût du capital lié aux politiques monétaires expansionnistes doit être mis à profit pour soutenir les politiques d'investissement d'avenir coordonnées sur l'ensemble de l'espace européen.



Olivier Passet, Département Économie - Finances

AUTRES DOCUMENTS À CONSULTER

sur www.strategie.gouv.fr, rubrique publications

Notes d'analyse :

- N° 191 (septembre 2010) ■ **La France et l'Europe face à la crise économique**
Volet 1. La soutenabilité des finances publiques dans la crise, une analyse internationale
- N° 192 (septembre 2010) ■ **La France et l'Europe face à la crise économique**
Volet 2. Les mécanismes financiers de diffusion de la crise de la dette souveraine

Rapport :

- **“Sortie de crise : vers l'émergence de nouveaux modèles de croissance ?”**
publié à la Documentation française, Rapports et Documents, n° 22, 2009

Tableaux de bord :

- **L'attractivité de la France 2010 - juillet 2010**
- **L'emploi public - juillet 2009 - mise à jour septembre 2010**



La Note d'analyse N° 193 - septembre 2010 est une publication du Centre d'analyse stratégique
Directeur de la publication : Vincent Chriqui, directeur général
Directeur de la rédaction : Pierre-François Mourier, directeur général adjoint
Rédaction : Nathalie Bassaler
Secrétariat de rédaction : Olivier de Broca
Impression : Centre d'analyse stratégique
Dépôt légal : septembre 2010
N° ISSN : 1760-5733

Contact presse : Jean-Michel Roullé, responsable de la Communication
01 42 75 61 37 / 06 46 55 38 38
jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr

Le Centre d'analyse stratégique est une institution d'expertise et d'aide à la décision placée auprès du Premier ministre et du Secrétariat d'État chargé de la prospective. Il a pour mission d'éclairer le gouvernement dans la définition et la mise en œuvre de ses orientations stratégiques en matière économique, sociale, environnementale et technologique. Il préfigure, à la demande du Premier ministre, les principales réformes gouvernementales. Il mène par ailleurs, de sa propre initiative, des études et analyses dans le cadre d'un programme de travail annuel. Il s'appuie sur un comité d'orientation qui comprend onze membres, dont deux députés et deux sénateurs et un membre du Conseil économique, social et environnemental. Il travaille en réseau avec les principaux conseils d'expertise et de concertation placés auprès du Premier ministre : le Conseil d'analyse économique, le Conseil d'analyse de la société, le Conseil d'orientation pour l'emploi, le Conseil d'orientation des retraites, le Haut conseil à l'intégration.

www.strategie.gouv.fr