Les déficits publics en Europe : causes, conséquences ou remèdes à la crise ?

Jérôme Creel

CREFED, Université de Paris IX-Dauphine

Henri Sterdyniak

OFCE

Les pays européens ont connu ces dernières années la conjonction de taux d'intérêt élevés relativement au taux de croissance et de déficits publics importants, ce qui a entraîné une dérive du poids de la dette publique. Le présent document vise à décrire et à expliquer cette évolution. La première partie construit et discute plusieurs indicateurs de l'orientation de la politique budgétaire ; elle montre que, durant la période récente, la politique budgétaire n'a guère été expansionniste ; la croissance de la dette s'explique par le fort niveau des taux d'intérêt réels et les besoins de stabilisation de l'économie. La discussion de la notion de soutenabilité de la politique budgétaire met en lumière les ambiguïtés de cette notion et les risques de son utilisation. La distinction pertinente est celle entre les déficits de régulation, nécessaires à des fins de régulation, et les déficits autonomes, nuisibles à l'accumulation du capital. L'article présente ensuite les deux thèses opposées : selon la vision néo-classique, ce sont les déficits publics eux-mêmes qui sont responsables du niveau des taux d'intérêt, de sorte que leur réduction devrait faire baisser les taux d'intérêt, sans coût pour le niveau d'activité, et devrait permettre à moyen terme d'impulser l'accumulation du capital, donc la croissance ; selon la vision keynésienne, les déficits publics sont nécessaires pour soutenir l'activité, en situation de taux d'intérêt réels élevés imposés par la désinflation et la dérégulation financière. Dans cette optique, plusieurs modèles peuvent expliquer la cœxistence d'un fort déficit public et d'un taux d'intérêt réel élevé : l'indépendance de la Banque centrale, la non-coordination des politiques économiques en change flexible, les contraintes qui pèsent sur les pays dominés en change fixe, les modifications du fonctionnement de la sphère financière. Enfin, un modèle à comportements patrimoniaux discute des conséquences sur les ménages et les entreprises de la hausse des taux d'intérêt et analyse la politique économique nécessaire : la hausse de la dette publique apparaît nécessaire pour soutenir à la fois la demande et l'accumulation du capital.

La thèse selon laquelle la hausse des déficits et des dettes publics serait la cause essentielle du niveau élevé des taux d'intérêt

réels n'a pas de sens dans la situation de demande insuffisante qu'a connue l'Europe depuis 1981. Cette hausse est apparue nécessaire pour soutenir l'activité et l'accumulation du capital, dans une situation où les Etats avaient perdu la maîtrise des taux d'intérêt. Retrouver cette maîtrise est l'enjeu crucial pour diminuer les taux d'intérêt réels, relancer la croissance, et donc réduire les dettes publiques. Les critères de finances publiques figurant dans le Traité de Maastricht ne sont pas à la hauteur du problème.

Les déficits publics en Europe ont atteint durant les années 1992-94 des niveaux extrêmement élevés, dépassant les 6 points du PIB européen, alors que le déficit maximum atteint aux Etats-Unis, dans la période récente, aura été de 4,1 points de PIB en 1983. Depuis 1975, les déficits publics en Europe se sont pratiquement toujours situés au-dessus de 3 points de PIB, atteignant globalement une moyenne de 4,4 points. Aussi, la dette publique nette de la CE devrait-elle atteindre 60 % du PIB en 1995 contre 20,4 % en 1974. Cette évolution donne l'impression d'une dérive incontrôlée et insoutenable des finances publiques.

A priori, un niveau trop élevé des déficits publics aurait dû se traduire par l'apparition de déséquilibres importants sur le marché des biens : tensions sur les capacités de production, inflation, déficit extérieur. Ceux-ci n'ont guère été observés : les années de forts déficits publics sont des années de nette désinflation (3,8 % d'inflation pour l'UE en 1993 contre 8,5 en 1983), de fort chômage, de marges importantes de capacités de production inemployées, de quasi-équilibres extérieurs. Aussi les politiques budgétaires apparaissent-elles prises dans un étau : soit laisser croître les dettes publiques, soit peser lourdement sur un niveau de demande déjà trop faible.

Le seul indice de déséquilibre est le niveau des taux d'intérêt, qui est passé d'environ 2,5 points en dessous du taux de croissance de l'économie avant 1980 à 3 points au-dessus depuis. En 1993, le taux d'intérêt réel de court terme était de l'ordre de 5 % en Europe (tandis qu'il était proche de zéro aux Etats-Unis et de 1,5 % au Japon) alors même que le taux de croissance était négatif (de – 0,4 %). Ces taux font peser une lourde charge sur les politiques budgétaires : avec un écart de 5 points entre le taux d'intérêt et la croissance, c'est un excédent primaire de l'ordre de 3 points de PIB qui serait nécessaire pour stabiliser le poids de la dette publique. Mais cet écart a aussi des conséquences importantes pour les agents privés. Les ménages, créanciers nets, ont moins besoin d'épargner pour maintenir ou augmenter leur patrimoine. Les entreprises, débitrices nettes, doivent augmenter leurs profits ou réduire leurs investissements, si elles ne veulent pas voir grossir le poids de leurs frais financiers et de leur dette.

La dérive des finances publiques en Europe s'est accentuée après la signature du Traité de Maastricht où les pays s'étaient donné comme objectif de limiter leur dette publique brute à 60 % de leur PIB et leur

déficit public à 3 points du PIB. Ce paradoxe a donné lieu à deux interprétations contradictoires. Pour les uns, il témoigne d'une orientation erronée des politiques budgétaires dans la période récente ; celles-ci seraient responsables du haut niveau des taux d'intérêt, qui provoquerait l'éviction des dépenses privées et l'insuffisance de l'accumulation du capital. Pour les autres, il montre que l'engagement du Traité était trop rigoureux et mal pensé, donc non crédible. Son maintien rendrait impossible la marche vers la Monnaie unique. En effet, il obligerait les pays européens à pratiquer des politiques budgétaires trop restrictives, qui augmenteraient encore un chômage déjà élevé, sans garantir en contrepartie une baisse significative des taux d'intérêt, du fait de la non-coordination des politiques budgétaires et monétaires en Europe.

Aussi, en plus du problème lancinant du chômage, une question fondamentale de la politique économique en Europe à l'heure actuelle est de sortir de cet engrenage de déficit public important d'une part, de taux d'intérêt élevés d'autre part. Mais ceci requiert de bien analyser ses facteurs explicatifs. Comment justifier cette combinaison des instruments de la politique économique ? Quelles sont les relations entre le niveau du déficit public et celui des taux d'intérêt ? Cet article construit et discute plusieurs indicateurs de la politique budgétaire en Europe ; il montre que celle-ci n'a guère été expansionniste durant la période récente, la croissance des dettes publiques s'expliquant par le fort niveau des taux d'intérêt relativement au taux de croissance et les besoins de stabilisation de l'économie. La discussion de la notion de soutenabilité de la politique budgétaire met en évidence les ambiguïtés de cette notion. La distinction pertinente selon nous oppose les déficits de régulation, utiles à des fins de stabilisation aux déficits autonomes, nuisibles à l'accumulation du capital. L'article présente ensuite les deux visions opposées : pour la théorie néo-classique, ce sont les déficits publics eux-mêmes qui sont responsables du fort niveau des taux d'intérêt, de sorte qu'une politique budgétaire restrictive ferait baisser fortement les taux d'intérêt, n'aurait guère de coût à court terme pour le niveau d'activité et permettrait d'augmenter l'accumulation du capital, donc d'impulser la croissance à moyen terme. Selon la théorie keynésienne, les déficits publics sont nécessaires pour soutenir l'activité, en situation de taux d'intérêt élevés imposés par la désinflation et la dérégulation financière. Dans cette optique, plusieurs modèles peuvent expliquer la coexistence de forts déficits publics et de taux d'intérêt élevés : l'indépendance de la Banque centrale, la non-coordination des politiques économiques en changes flexibles, les contraintes qui pèsent sur les pays dominés dans le cadre du SME, les modifications du fonctionnement des systèmes financiers. Enfin, une maquette macroéconomique, avec comportements patrimoniaux, permet de rendre compte de l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur les ménages et les entreprises : la hausse de la dette publique apparaît alors nécessaire pour soutenir à la fois la demande et l'accumulation du capital.

L'évolution des dettes et des déficits publics en Europe

Quelques remarques de méthode

La méthodologie de l'évaluation de l'orientation de la politique budgétaire a donné lieu, depuis plus de quarante ans, à une abondante littérature (voir, par exemple, Blejer et Cheasty, 1991). Le point délicat est de distinguer dans l'évolution des finances publiques ce qui résulte des actions délibérées des pouvoirs publics, ces actions pouvant avoir des objectifs de régulation macroéconomique ou d'autres objectifs (affectation ou redistribution), et ce qui résulte de la conjoncture macroéconomique. Il est donc nécessaire de décomposer l'évolution des recettes et des dépenses en quatre éléments : une partie comportant l'ensemble des mesures budgétaires discrétionnaires qui n'ont pas *a priori* de motivations de régulation macroéconomique, les recettes devant être évaluées pour un niveau normal d'activité, le solde obtenu sera nommé le déficit primaire autonome (DA) ; une partie conjoncturelle spontanée liée à l'impact de l'activité sur les recettes fiscales et sur les prestations chômage (dont le solde sera nommé le Déficit Conjoncturel Automatique, DCA) ; une partie conjoncturelle délibérée due aux mesures de stabilisation macroéconomique (dont le solde forme le Déficit Conjoncturel Délibéré, DCD) et la partie liée à l'évolution des intérêts de la dette publique (ID). Au total, le déficit global peut s'écrire :

$$D = DA + DCA + DCD + ID.$$

Cette décomposition pose de nombreux problèmes, tant théoriques qu'empiriques. Citons-en trois en particulier :

— Notre décomposition diffère de celle de l'OCDE qui distingue d'une part un déficit conjoncturel (limité à DCA) et un déficit structurel (mesuré par DA + DCD + ID). Selon nous, la partie conjoncturelle du déficit devrait aller au-delà des stabilisateurs automatiques, du moins tant que les mesures budgétaires de stabilisation délibérée sont effectivement réversibles et temporaires. Supposons, par exemple, que l'économie subisse un choc de demande dépressif. Dans ces conditions, il peut être légitime que le gouvernement accroisse ses dépenses ou réduise les impôts. Pourtant, l'OCDE compte cette partie de la hausse du déficit dans le déficit structurel. Même si les mesures de stabilisation délibérée sont difficiles à isoler, le terme de « déficit structurel » utilisé par l'OCDE est donc trompeur.

— La valeur du déficit structurel dépend de façon cruciale du niveau retenu pour le PIB tendanciel [1]. En cas de choc d'offre durable, la poursuite de la croissance des dépenses publiques au rythme préexistant est en elle-même une source de déséquilibres. Le point délicat est de

(1) Voir sur ce point : De Leeuw et Holloway (1985), Blanchard (1990), Chouraqui et *alii* (1990), Giorno et *alii* (1995).

déterminer le nouveau niveau « normal » du PIB et son nouveau rythme de croissance tendanciel, en évitant deux écueils : soit considérer que tout choc est permanent, ce qui revient pratiquement à supprimer la notion de déficit conjoncturel ; soit considérer que l'économie reviendra à coup sûr sur la trajectoire initiale, ce qui revient souvent à gonfler de manière excessive la partie conjoncturelle du déficit [2].

— Enfin, une hausse des charges d'intérêt due à une hausse des taux d'intérêt ne doit pas être considérée comme un signe de politique budgétaire expansionniste [3]. De plus, le déficit public devrait être corrigé de la partie purement nominale des charges d'intérêt, qui ne fait que compenser l'inflation [4]. Aussi, peut-on penser que le déficit primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt, est un meilleur indicateur de la politique budgétaire.

Toutefois, limiter la mesure de l'impulsion budgétaire au déficit primaire néglige l'impact que le stock de dette publique peut avoir sur les comportements privés, toutes choses égales par ailleurs. Supposons que les agents privés aient un comportement patrimonial, qu'ils souhaitent donc détenir un certain montant de dette publique, leurs dépenses dépendront de : $(h + r - \pi - g)\, b$, où r représente le taux d'intérêt nominal, π le taux d'inflation et g le taux de croissance de l'économie, ces trois grandeurs étant prises à des valeurs de moyen-terme ; b représente le rapport entre la dette publique et le PIB et h l'impact de la richesse des agents privés sur leurs dépenses (le point délicat est bien sûr que h n'est pas une donnée comptable, mais doit être estimé). Le niveau de la dette publique et sa rémunération ont en eux-mêmes un impact expansionniste sur le niveau de la demande : un taux d'intérêt élevé par rapport au taux de croissance permet aux agents privés de maintenir un fort niveau de dépenses à ratio patrimoine/revenu donné.

Aussi, ce sont les variations de DA + DCD, le déficit primaire à conjoncture moyenne, c'est-à-dire corrigé de l'impact automatique de la conjoncture, qui doivent être prises comme indicateur de l'orientation de la politique budgétaire. L'impact structurel du déficit public doit être mesuré par $DA + (h + r - \pi + g)\, b$ [5], que nous nommerons le déficit structurel avec effet patrimonial. Enfin, la condition de stabilité tendan-

(2) Pour donner une idée de l'incertitude ainsi introduite, on peut remarquer que, selon l'OCDE (voir Giorno et *alii*, 1995), le PIB français était au-dessus de son niveau tendanciel de 1,1 % en 1989 et en dessous de 3,7 % en 1993 ; la croissance tendancielle de l'économie française était de 2 % entre 1989 et 1993. Selon nos estimations, le PIB français était en dessous du niveau correspondant au taux de chomâge naturel de 1,3 % en 1989 et de 9,9 % en 1993, la croissance tendancielle de l'économie française étant de 3 %. Aussi, selon l'OCDE, le déficit public structurel est passé de 1,8 % du PIB en 1989 à 3,8 % en 1993 alors que, selon nous, il est resté à 0,5 % du PIB.

(3) Voir Blanchard (1990), et Price et Muller (1984).

(4) Voir sur ce point Eisner et Pieper (1984), Eisner (1986) et Tanzi, Blejer et Teijeiro (1987).

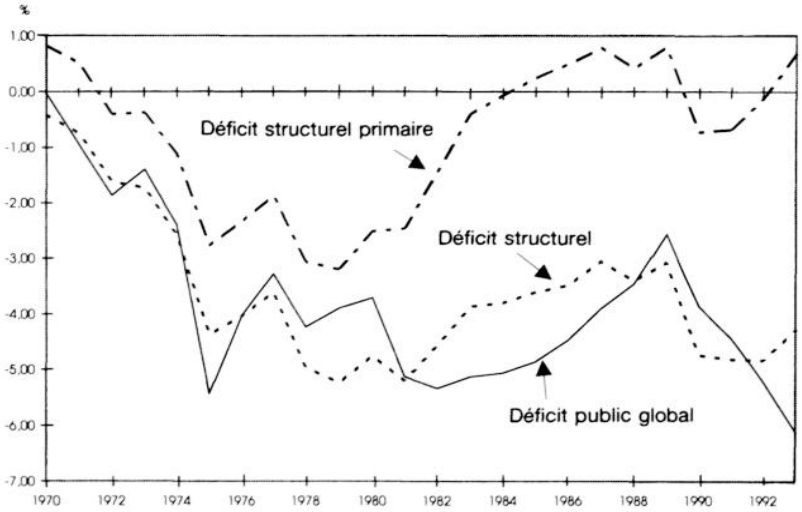
(5) Dans les graphiques, nous utilisons les indicateurs $DA + DCD + (h + r - \pi - g)b$, et $DA + DCD + (r - \pi - g)b$, étant dans l'impossibilité, à partir des données de l'OCDE, de distinguer la partie délibérée des déficits conjoncturels. DA + DCD, le déficit stucturel primaire est donc le déficit structurel au sens de l'OCDE moins les intérêts nets versés sur la dette publique.

cielle du ratio dette publique sur PIB est que $DA + (r - \pi - g)\, b$ (que l'on peut nommer le déficit structurel augmentant le poids de la dette publique) est nul.

La situation des finances publiques en Europe de 1970 à 1993

Considérons la situation de la CE prise globalement. Le **solde public** avait été proche de l'équilibre de 1960 à 1973. Le déficit public s'est creusé lors de la chute de l'activité de 1973-74 pour se stabiliser d'abord à 3,5 points du PIB entre 1976 et 1980 ; puis, après le ralentissement du début des années quatre-vingt, à 5 points de PIB jusqu'en 1984. Le déficit public s'est ensuite réduit jusqu'à 2,5 points de PIB en 1989, grâce à la reprise de la croissance. Puis, le ralentissement économique l'a porté à 6,2 points de PIB en 1993 (graphique 1a).

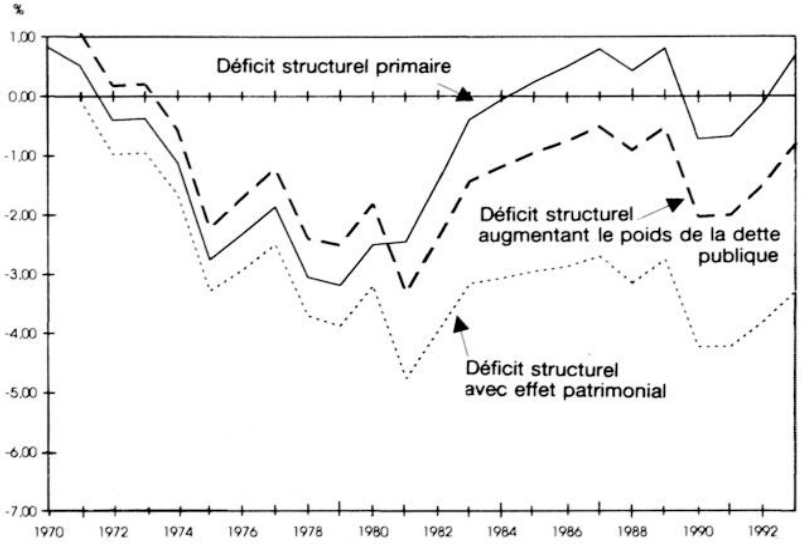
1a. 5 indicateurs de l'orientation de la politique budgétaire, EUR 8, graphique a



Le déficit global, le déficit structurel au sens de l'OCDE, et le déficit structurel primaire ont été calculés par les auteurs. Source : Perspectives Economiques de l'OCDE. Les résultats sont exprimés en pourcentage du PIB européen. EUR 8 constitue une moyenne pondérée des 8 pays européens suivants : Allemagne, France, Italie, Royaume Uni, Espagne, Pays-Bas, Belgique, et Danemark. Les pondérations sont basées sur la structure du PIB européen en valeur en 1990. *Source :* Economie Européenne, n° 51, mai 1992.

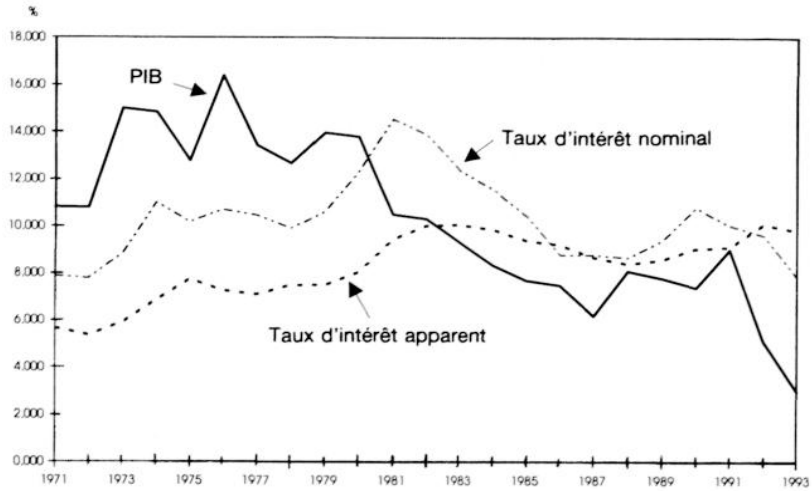
Le **déficit structurel** (au sens de l'OCDE) a connu une évolution globalement similaire. Il a augmenté jusqu'à 5 points de PIB en 1978-79, puis 5,2 points en 1981 ; il a diminué jusqu'à 3 points en 1989, avant d'augmenter jusqu'à 4,8 points en 1991-92. Depuis 1981, cette évolution provient en grande partie de celle des intérêts versés, dont le poids dans le PIB européen est passé de 1,2 point en 1970 à 2,2 en 1980, 4 en 1986, puis 5 en 1993. Cet alourdissement s'explique par la hausse du poids de la dette, mais aussi par l'augmentation, de 1971 à 1981, puis la stabilisation du taux d'intérêt apparent nominal payé sur la dette publique (graphique 2) : au début des années soixante-dix, celui-ci était inférieur

d'environ 2 points au taux d'intérêt de long terme en raison de l'accès des gouvernements à des sources de financement à bas taux (sur ressources monétaires) mais, depuis le début des années quatre-vingt, il s'en est rapproché fortement et en raison de l'inertie des charges d'intérêt, il n'a guère encore enregistré la baisse des taux d'intérêt nominaux. Aussi, le **solde structurel primaire** — le solde budgétaire hors charges d'intérêt et corrigé de l'impact automatique de la conjoncture — n'a été fortement déficitaire qu'entre 1975 et 1981 : il est resté au voisinage de l'équilibre depuis (graphique 1b). Les déficits actuels ne sont donc que l'héritage, du fait des charges d'intérêt, des déficits primaires des années 1975-82.



1b. 5 indicateurs de l'orientation de la politique budgétaire, EUR 8, graphique b

Le déficit structurel primaire, le déficit structurel primaire avec effet patrimonial, et le déficit structurel augmentant le poids de la dette publique ont été calculés par les auteurs. *Source :* Perspectives Economiques de l'OCDE. Résultats exprimés en pourcentage du PIB européen.



2. Taux de croissance du PIB, taux d'intérêt nominal à long terme, et taux d'intérêt apparent, EUR 6

Le taux de croissance du PIB en valeur, le taux d'intérêt nominal à long terme, et le taux d'intérêt apparent en Europe ont été calculés par les auteurs. Source : Perspectives Economiques de l'OCDE.
EUR 6 constitue une moyenne pondérée des 6 pays européens suivants : EUR 8 - Espagne - Danemark. Les pondérations sont basées sur la structure du PIB européen en valeur en 1990. *Source :* Economie Européenne, n° 51, mai 1992.

Le **déficit structurel avec effet patrimonial** [6] a une évolution grossièrement similaire à celle du déficit structurel primaire jusqu'en 1979 (graphique 1b). Par contre, il reste depuis à un niveau élevé, de l'ordre de 3 à 4 points de PIB, en raison de l'importance de la dette publique et du niveau des taux d'intérêt. Le **déficit stucturel augmentant le poids de la dette publique,** pour sa part, est situé entre le déficit structurel primaire et le déficit patrimonial depuis 1981. De 1986 à 1989, il était relativement proche de l'équilibre ; il s'en est écarté en 1990-91, en raison de la réunification allemande et de la politique budgétaire expansionniste britannique, mais s'en rapproche à nouveau en 1993.

Ainsi, les trois indicateurs de la politique budgétaire présentent des évolutions tendancielles fort différentes. Selon le déficit structurel, la politique budgétaire a fortement soutenu la croissance entre 1973 et 1980, a été légèrement restrictive de 1982 à 1988, puis a été fortement expansionniste en 1990 (toujours en raison de la réunification allemande et, à un degré moindre, de la politique expansionniste du Royaume-Uni) ; le déficit structurel reste à un niveau élevé en 1993. Par contre, selon le déficit structurel primaire, la politique budgétaire a été beaucoup plus nettement restrictive des années 1978 à 1987, l'équilibre étant restauré depuis 1984. Enfin, le déficit avec effet patrimonial évolue à peu près comme le déficit structurel, mais l'effet expansionniste de la politique budgétaire passerait surtout par des effets patrimoniaux.

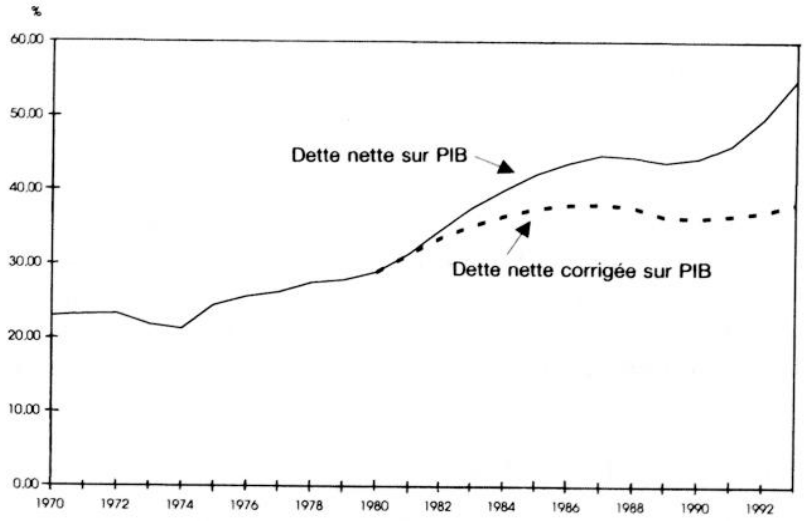
La dette publique nette est passée de 22,8 % du PIB européen en 1970 à 54,9 % en 1993 (graphique 3) ; sa croissance, relativement modérée de 1974 à 1980 (+ 1,3 point par an), s'est accélérée entre 1980 et 87 (+ 2,3 points par an). La dette publique a été stable de 1987 à 1990, puis a repris son ascension depuis (+ 3,5 points par an de 1990 à 1993). En utilisant la relation comptable : $b_{t+1} = b_t(1 + r - \pi - g) + d_t$, où d_t est le déficit primaire, on peut estimer que les 26 points de hausse du poids de la dette publique de 1980 à 1993 s'expliquent pour 2,6 points par les déficits structurels primaires, pour 9,3 points par les déficits conjoncturels, pour 14 points par l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie (tandis que la hausse de 7,7 points du poids de la dette entre 1974 et 1984 s'explique pour 14,4 points par le déficit primaire et par – 6,7 points par l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance). Si, depuis 1981, le taux d'intérêt réel avait été égal au taux de croissance de l'économie, la dette publique nette en Europe n'aurait pas été en 1993 de 55 % du PIB européen mais de 38 % environ (graphique 3).

Les taux d'intérêt réels de long terme sont passés d'une moyenne de – 2,5 points en dessous du taux de croissance avant 1980 à 3 points au-dessus depuis (graphique 4). Aussi, dans les années soixante-dix-sept/soixante-dix-neuf (où de plus le taux d'intérêt apparent était inférieur au taux d'intérêt), un déficit primaire de l'ordre de 1,2 point permettait de stabiliser la dette publique. Dans les années quatre-vingt-quatre/quatre-

(6) Calculé avec $h = 0{,}05$ et un taux d'intérêt inférieur de 2,5 points au taux de croissance avant 1980 ; supérieur de 3 points après.

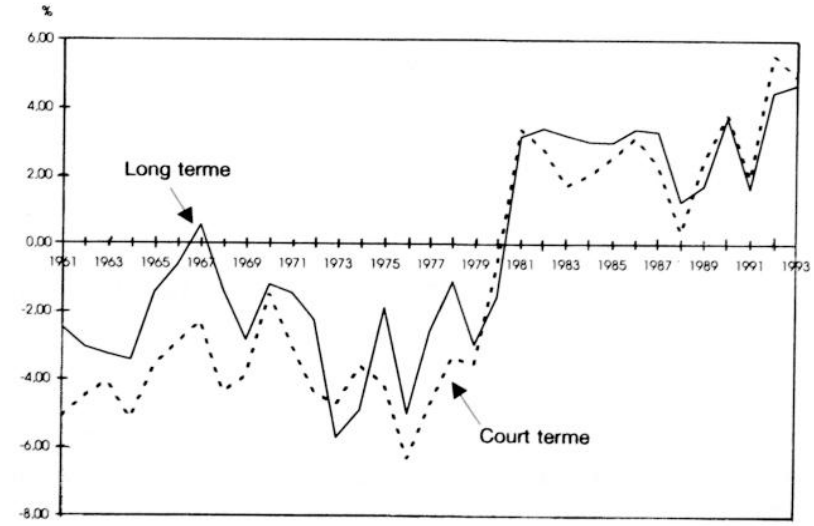
vingt-cinq, c'est un excédent primaire de l'ordre de 1,2 point qui était nécessaire. Enfin, en 1993, c'est un excédent de 3,4 points de PIB qui aurait été nécessaire (l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance étant de 6,8 points). Toutefois, pour un écart normal de 3 points entre taux de croissance et taux d'intérêt, c'est un excédent primaire de l'ordre de 1,8 point qui serait nécessaire à l'avenir.

La comparaison de l'évolution de la politique budgétaire et de la politique monétaire montre que, de 1975 à 1979, les politiques monétaires comme les politiques budgétaires ont été relativement expansionnistes. Depuis le début des années quatre-vingt, la politique monétaire est restrictive. Par contre, on peut donner deux interprétations très différentes de l'orientation de la politique budgétaire : si on considère le



3. Dette nette sur PIB et dette nette corrigée des intérêts nets, EUR 8

La dette publique nette est proposée en pourcentage du PIB européen, la dette nette corrigée montre ce qu'aurait été l'évolution de la dette si depuis 1981, le taux d'intérêt avait été égal au taux de croissance (Calculs des auteurs). *Source :* Perspectives Economiques de l'OCDE.



4. Taux d'intérêt réels à court terme et long terme, EUR 6

Le Long terme représente le taux d'intérêt réel européen à long terme déflaté du taux de croissance du PIB en volume, le Court terme le même calcul avec le taux d'intérêt réel européen à court terme. Calculs des auteurs. *Source :* Perspectives économiques de l'OCDE.

solde structurel et la dette publique, la politique budgétaire apparaît fortement expansionniste. Si on considère le solde structurel primaire, la politique budgétaire apparaît restrictive de 1977 à 87, puis neutre, le déficit public n'étant dû qu'au fort niveau des taux d'intérêt et la croissance de la dette s'expliquant par l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance.

La soutenabilité de la dette publique

Stabilité, solvabilité et soutenabilité

Le fait que depuis 1981, les taux d'intérêt soient supérieurs au taux de croissance de l'économie et le fait que le poids des dettes publiques en Europe ait tendance à croître relativement au PIB ont remis la question de la soutenabilité de la politique budgétaire au centre des préoccupations des économistes et des hommes politiques. En notant B_t l'encours de la dette publique, G_t les dépenses publiques hors service de la dette, T_t les recettes fiscales, et $r - \pi$ le taux d'intérêt réel, la dette publique évolue selon :

$$(1) \quad B_t = B_{t-1} + G_t + (r - \pi) B_{t-1} - T_t$$

En posant $T_t = tY_t + t' r B_{t-1}$, t et t' étant les taux d'imposition, et $D_t = G_t - t Y_t$, le déficit primaire, hors service de la dette, l'équation (1), exprimée en pourcentage du PIB, devient :

$$(2) \quad b_t = (1 + (1 - t') r - \pi - g) b_{t-1} + d_t$$

où les minuscules représentent les variables précédentes en pourcentage du PIB, et où g est le taux de croissance du PIB en volume. Posons $\rho = (1 - t') r - \pi - g$. On peut alors définir trois notions : la stabilité de la dette publique, la solvabilité de l'Etat, la soutenabilité de la politique budgétaire.

La stabilité de la dette publique relativement au PIB requiert que b_t soit fixe, donc que :

$$(3) \quad d_t = - \rho b_t$$

Si le taux d'intérêt (corrigé de la fiscalité) est supérieur au taux de croissance de l'économie, la persistance de déficits primaires n'est pas compatible avec la stabilité de la dette publique. Un Etat endetté doit à terme dégager un surplus budgétaire primaire, d'autant plus fort que l'Etat est endetté ou le taux d'intérêt est élevé par rapport au taux de

croissance de l'économie. Un pays dont le surplus est inférieur à cette limite verra donc croître sa dette publique relativement au PIB : c'est globalement le cas en Europe de 1973 à 1987, puis de 1990 à 1993.

La solvabilité de l'Etat correspond à sa capacité à honorer le service de sa dette. En résolvant par récurrence vers le futur l'équation (2) et en prenant l'espérance en t, on obtient :

$$(4) \quad b_t = -\sum_{i=1}^{\infty} \lambda^i E_t d_{t+i} + \lim \lambda^i E_t b_{t+i},$$

où $\lambda = 1/(1 + \rho)$ est le facteur d'actualisation.

La solvabilité nécessite que l'espérance mathématique de la valeur présente actualisée des surplus primaires anticipés soit au moins égale à l'encours en t de la dette publique nette, c'est-à-dire que le dernier terme de l'équation (4) soit nul. La condition de solvabilité stipule donc que le ratio dette publique sur PIB ne doit pas croître plus vite que l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie. Elle n'évite donc pas *a priori* des trajectoires où la dette publique augmenterait plus vite que le PIB du moment que sa croissance reste inférieure au taux d'intérêt. Toutefois, ce type d'évolution peut être écartée. Dans ce cas, en effet, soit γ le taux de croissance de la dette, γ étant compris entre le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt, le solde primaire doit valoir :

$$(5) \quad s_t = [(1 - t')\, r - \gamma]\, b_t$$

Une hausse continuelle du ratio dette/PIB impliquerait donc une hausse continuelle du solde primaire, ce qui n'est guère réaliste. Imposer un maximum s_m au solde primaire (c'est-à-dire en fait un maximum aux taux d'imposition et un minimum aux dépenses publiques) amène à la conclusion que la dette ne doit pas croître indéfiniment plus vite que le PIB (voir Buiter et Kletzer, 1991 ; Corsetti et Roubini, 1991) et ne doit pas dépasser, relativement au PIB, une valeur critique :

$$(6) \quad b_m = s_m/\rho$$

Si la dette publique dépasse cette limite, elle ne pourra plus être remboursée puisque l'Etat ne pourra pas dégager les ressources fiscales nécessaires. La détermination précise de cette valeur est certes délicate dans la mesure où elle dépend du niveau de s_m (qui n'est pas facile à mesurer) et de la valeur future de ρ. Le risque d'insolvabilité est néanmoins limité en Europe. Un pays, qui a une dette publique nette de l'ordre de 100 % du PIB et un taux d'intérêt réel supérieur de 3 points à son taux de croissance, n'a besoin que d'un excédent primaire de l'ordre de 3 points du PIB pour stabiliser sa dette publique. Ce niveau a été atteint en Belgique ou en Irlande dans les années récentes.

Une politique budgétaire est dite soutenable si elle ne compromet pas à long terme la solvabilité de l'Etat, donc si elle n'entraîne pas une

hausse de la dette publique relativement au PIB qui lui ferait franchir le seuil d'insolvabilité. Par exemple, si le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance, un pays ne peut avoir en permanence un déficit public primaire. La quasi-totalité de la littérature, théorique ou empirique, sur la soutenabilité de la politique budgétaire, est basée sur la seule étude de l'équation comptable (1), résolue par récurrence vers le futur, soit pour montrer qu'une situation de déficit primaire et de taux d'intérêt supérieur au taux de croissance n'est pas soutenable (en suivant en particulier la lignée de Sargent et Wallace (1981)) [7], soit pour étudier empiriquement si la dette publique ou le déficit public global sont stationnaires (selon la lignée de Hamilton et Flavin (1986) et de Wilcox (1989)) [8]. Certains auteurs en arrivent ainsi à jeter un cri d'alarme en ce qui concerne la politique budgétaire française : « L'Etat apparaît comme insolvable de telle sorte que si les agents privés ont un comportement rationnel et anticipent le maintien d'une telle politique, ils devraient refuser de prêter davantage à l'Etat aux conditions actuelles » (Jondeau (1992)).

De nombreux articles récents cherchent ainsi à évaluer la pertinence des politiques budgétaires suivies en Europe à partir de critères de stabilité de la dette, de solvabilité ou de soutenabilité ; ils mettent en garde contre la persistance des déficits publics et contre le gonflement des dettes publiques. Cette littérature souffre, à nos yeux, de plusieurs défauts importants sur le plan méthodologique. D'une part, rien ne permet d'affirmer que le ratio optimal de la dette publique au PIB était bien le ratio initial, ni que ce ratio optimal ne s'est pas modifié au cours du temps : si par exemple pour un taux d'intérêt inférieur de 2 points au taux de croissance, le ratio optimal Dette publique/PIB était de 20 %, mais que celui-ci passe à 60 % quand le taux d'intérêt est supérieur de 3 points au taux de croissance (car les ménages désirent détenir plus d'actifs financiers, tandis que les entreprises veulent se désendetter), la hausse du ratio effectif correspond à un processus d'ajustement lent, que la méthode utilisée ne permet guère de distinguer d'un processus de déséquilibre cumulatif. La stabilité de la dette publique relativement au PIB doit certes être assurée dans l'équilibre de long terme, mais pas dans la transition entre deux équilibres.

D'autre part, l'évolution de la dette publique devrait être analysée dans un cadre macroéconomique général, qui devrait prendre en compte la situation de la demande comparée à l'offre ainsi que l'ensemble des choix envisageables en matière de politique économique. Imaginons que les ménages souhaitent augmenter de 10 points de PIB le montant de leur patrimoine financier (en raison, par exemple, de considérations démographiques). Ils réduisent en conséquence leur consommation de 1 % par an pendant 10 ans. Si le gouvernement ne peut diminuer le taux d'intérêt, il doit accepter une hausse du déficit public de 1 % la première année, légèrement plus faible la deuxième (car les ménages consomment spontanément un peu plus puisqu'ils sont déjà un peu plus riches),

(7) Voir Masson (1985) et Spaventa (1987).

(8) Voir notamment Corsetti et Roubini (1991), de Haan et Siermann (1993) et Trehan et Walsh (1988, 1991).

encore moins ensuite. A terme, on retrouve une situation équilibrée : la dette publique et la richesse des ménages sont stables et plus élevées de 10 points de PIB. Si le taux d'intérêt réel est supérieur de 2 points au taux de croissance nominal de l'économie, les intérêts reçus par les ménages (et versés par l'État), corrigés de la croissance nominale, sont plus forts de 0,2 point de PIB et les impôts portant sur les ménages doivent être durablement plus forts d'autant. C'est la seule stratégie qui permette le maintien du plein-emploi. Son coût permanent en impôts supplémentaires est relativement faible : soit, un pays dont le taux d'intérêt est de 8 %, le taux d'inflation de 3 %, le taux de croissance de 3 %, une dette publique représentant 50 % du PIB entraîne certes une charge d'intérêt nominale de 4 points de PIB ; mais le coût en impôt supplémentaire à dette stable en pourcentage du PIB n'est que de 1 point de PIB.

Enfin, il est absurde de vouloir analyser la soutenabilité à long terme d'une politique budgétaire donnée qui répond à des considérations conjoncturelles et n'a pas vocation à être maintenue indéfiniment. Certes, une croissance continuelle du ratio dette publique sur PIB provoquerait à terme, en croissance équilibrée de plein-emploi, un déséquilibre cumulatif qui nécessiterait soit une hausse permanente du taux d'intérêt (au détriment de l'investissement et de la croissance), soit une hausse permanente du taux d'inflation. Par contre, il est normal que le ratio de dette publique augmente conjoncturellement dans un pays qui connaît un ralentissement de sa croissance, qui a un déficit public conjoncturel (dû soit à la baisse des rentrées fiscales en période de récession, soit à une politique budgétaire volontairement, mais temporairement, expansionniste), ou qui subit conjoncturellement un taux d'intérêt supérieur à son taux de croissance (sans pouvoir influencer ce taux d'intérêt, imposé par l'extérieur ou par des considérations purement monétaires) : ce n'est pas un symptôme de déficit excessif, ni de non-soutenabilité de la dette publique.

D'ailleurs, il n'est guère possible de stabiliser à court terme le ratio dette/PIB en cas de choc de demande dès que la dette a une certaine importance (voir encadré 1). Aussi n'est-il pas avisé de juger de la soutenabilité des finances publiques en considérant l'évolution de la dette publique sur une période trop courte (même de cinq ou dix ans) sans tenir compte du contexte macroéconomique. Pour prendre une image, un automobiliste qui gravit une montagne doit appuyer sur l'accélérateur ; on peut dire que cette politique n'est pas soutenable puisqu'il devra appuyer sur le frein dans la descente, qu'il irait à la catastrophe s'il continuait d'accélérer. Il n'empêche que c'est la seule façon concevable d'avancer ; il est stupide d'extrapoler le maintien de sa politique. Pour dire la même chose, autrement, imaginons que le gouvernement contrôle un ensemble d'instruments (g, t, r), qu'il fait naturellement varier en fonction de la situation conjoncturelle et d'un ensemble de contraintes qui s'imposent à lui. La question : « Peut-on maintenir indéfiniment le triplet (g, t, r) observé à un moment donné ? » est simple, mais parfaitement absurde. La question pertinente, mais beaucoup plus délicate est : « La fonction de réaction du gouvernement, c'est-à-dire la façon dont il fait varier sa politique économique selon la situation conjoncturelle, est-elle optimale ? ».

1. Du danger de l'objectif de stabilité du ratio « dette publique/PIB » en situation keynésienne

Plaçons-nous dans un modèle keynésien élémentaire. Soit c, la propension à consommer ; t le taux d'imposition ; G, les dépenses publiques et I l'investissement, exogène. A la suite d'un choc $dI = -a$, si l'État ne réagit pas, la production baisse de :

$$dY = -\frac{a}{1-c(1-t)}$$

Le solde budgétaire se dégrade de : $dS = t\,dY$

Soit, si $t = 0{,}4$ et $c = 0{,}6$: $dY = -1{,}56\,a$ et $dS = -0{,}62\,a$

Imaginons que l'État veuille éviter que le déficit budgétaire ne se creuse.

- S'il augmente pour cela les impôts : $dY = -\frac{a}{1-c} = -2{,}5a$
- S'il réduit les dépenses publiques : $dY = -\frac{a}{(1-c)(1-t)} = -4{,}2a$

Dans les deux cas, le déficit budgétaire ne se creuse plus. Mais, en contrepartie, le rôle stabilisateur de la fiscalité disparaît, le choc sur le niveau de production est plus fort, la politique budgétaire aggrave la récession.

Imaginons que l'État veuille maintenir à une certaine valeur θ le ratio dette publique/PIB

- S'il augmente les impôts dans ce but : $dY = -\frac{a}{1-c(1+\theta)}$

Soit, si $\theta = 0{,}25$, $dY = -4\,a$ et $dS = a$. La politique budgétaire aggrave encore plus fortement la récession. Il suffit que $\theta > \frac{(1-c)}{c} = 67\%$ pour qu'il soit impossible de stabiliser la dette publique en augmentant les impôts.

- S'il diminue les dépenses publiques : $dY = -\frac{a}{1-c(1-t)-\theta}$

Comme, avec nos valeurs numériques, $\theta > (1-c)(1-t) = 24\,\%$, un cercle vicieux s'enclenche : la chute de la production entraîne une chute des rentrées fiscales, l'État réduit ses dépenses pour compenser à la fois la baisse des recettes fiscales et l'effet sur le ratio suivi de la baisse du dénominateur, la chute de la production s'accentue, etc. La politique budgétaire suivie est déstabilisatrice : le ratio dette publique/PIB ne peut être maintenu. La stabilité de ce ratio peut être un objectif de moyen terme mais ne doit donc pas être recherchée conjoncturellement.

Imaginons maintenant que l'État veuille réduire le ratio dette publique sur PIB

A cette fin, il diminue les dépenses publiques de $dG = 1\,\%$ du PIB. *Ex*

post, la production diminue de $dY = \frac{1}{1-c(1-t)}$, et en raison de la baisse des recettes fiscales, l'amélioration du solde budgétaire est de :

$$dS = \frac{(1-c)\,(1-t)}{1-c\,(1-t)}$$

De sorte que le ratio dette publique sur PIB se dégrade dès que $\theta > (1 - c)\,(1 - t)$, soit avec nos valeurs numériques, dès que $\theta > 24$ %. Dans ce cas, ce n'est qu'à moyen terme que le ratio dette publique/PIB peut diminuer à mesure que les excédents se cumulent. Par exemple, si initialement $\theta = 80$ %, une réduction des dépenses publiques de 1 % du PIB fait baisser le PIB de 1,56 % ; le ratio Dette publique/PIB passe à 80,9 % la première année, à 80,5 la deuxième, 80,1 la troisième et à 79,7 la quatrième.

On trouvera un exemple de cette problématique contestable dans l'article de Blanchard, Chouraqui, Hagemann et Sartor (1990). Ceux-ci écrivent : « Il n'est certes pas facile de déterminer dans quelle mesure une politique budgétaire est raisonnable, et en tout état de cause, un tel diagnostic ne peut ni ne doit être formulé au vu de quelques indicateurs. Il est en revanche beaucoup moins ambitieux d'évaluer le caractère soutenable d'une politique, ce pour quoi la notion d'indicateur est bien adaptée ». Si on ne peut qu'être d'accord avec la première phrase, la deuxième nous semble même le contraire de la réalité puisque la tâche en question nécessite de définir la politique suivie, en tant que fonction de réaction, et d'évaluer sa pertinence compte tenu du fonctionnement de l'économie et des chocs rencontrés. Malheureusement, les auteurs se contentent ensuite de définir la politique budgétaire soutenable comme celle qui permet de ramener le rapport de la dette au PIB à son niveau initial, au terme d'une période donnée (1,5 ou 40 ans), en se refusant à toute correction pour tenir compte de la situation conjoncturelle. L'indicateur de soutenabilité retenu est l'écart entre le taux d'imposition *soutenable* (celui qui réalise cet objectif) et le taux actuel, avec l'argument selon lequel « si le taux d'imposition est inférieur au taux soutenable, tôt ou tard les impôts devront être relevés ou les dépenses réduites ». Selon cet indicateur, toute politique budgétaire qui fait croître la dette publique serait insoutenable. Les auteurs condamnent en fait toute politique budgétaire de stabilisation de court ou de moyen terme. En cas de baisse *ex ante* de la demande, un gouvernement (qui ne maîtrise pas son taux d'intérêt) doit obligatoirement accepter un certain gonflement de son déficit ou de la dette publique ; ceci ne signifie en rien qu'il s'engage dans une politique insoutenable, mais seulement qu'il juge nécessaire de donner une impulsion temporaire à la demande. On peut certes juger que cette impulsion est inutile ou qu'elle aurait pu passer par la politique monétaire, mais cela doit être fait avec des arguments spécifiques, compte-tenu de la situation conjoncturelle, et non en s'appuyant sur le fait que cette impulsion ne peut être prolongée à l'infini.

Enfin, la soutenabilité n'a rien à voir avec l'optimalité : imaginons un pays où les ménages épargnent trop peu, de sorte que l'équilibre « sou-

tenable » se réalise avec un équilibre budgétaire mais un taux d'intérêt réel trop fort. La situation des finances publiques est certes soutenable, mais le pays se porterait mieux avec un excédent budgétaire et un taux d'intérêt plus bas.

Déficit de régulation et déficit autonome

Considérons donc la problématique de la politique économique de court terme dans le cas d'une économie fermée. Le gouvernement doit choisir un certain objectif de production. Celui-ci peut correspondre au taux de chômage naturel si le niveau du taux de profit est suffisant pour que les entreprises puissent financer l'investissement nécessaire ; il doit être inférieur à celui-ci s'il est nécessaire de faire pression sur les salaires pour augmenter le taux de profit jusqu'au niveau adéquat. Pour que la demande corresponde à ce niveau désiré, le gouvernement dispose des politiques monétaire et budgétaire.

En situation de demande insuffisante, la politique optimale consiste à faire baisser le taux d'intérêt jusqu'à ce que la demande soit suffisamment relancée ; cette politique a l'avantage de ne pas augmenter la dette publique, de favoriser l'accumulation du capital et de réduire le taux de profit nécessaire. Elle peut se révéler insuffisante, en particulier parce qu'il y a un plancher à la baisse des taux d'intérêt nominaux, donc réels (si on se refuse à pratiquer de l'inflation) : en 1993, aux États-Unis, le taux d'intérêt au jour le jour ne descendit guère au-dessous de 3 %, ce qui aboutit à un taux de base des banques commerciales de l'ordre de 6 % et à un taux réel du crédit de 3 %. Pour obtenir un niveau de demande satisfaisant, le gouvernement doit alors accepter un certain déficit budgétaire, que nous nommerons **déficit de régulation.** Un tel déficit nécessaire pour soutenir l'activité n'a évidemment aucun effet d'éviction des dépenses privées : il ne provoque pas de hausse du taux d'intérêt, puisque par définition le taux d'intérêt est à son plus bas niveau possible. Il ne pose pas *a priori* de problème de soutenabilité : si l'accumulation de dette publique amène les agents à augmenter leurs dépenses, l'Etat pourra réduire son déficit du montant nécessaire.

Un cas de figure très différent apparaît lorsque la demande étant à un niveau satisfaisant, le gouvernement provoque un déficit public suite à des décisions d'augmenter les dépenses, sans hausse compensatrice des rentrées fiscales : c'est ce que nous nommerons un **déficit autonome.** Il en résulte un excès de demande sur le marché des biens, qui a des effets expansionnistes et inflationnistes. Ces derniers obligent soit à pratiquer une hausse des taux d'intérêt particulièrement nuisible, qui freine effectivement la demande mais par baisse de l'investissement et donc au détriment des possibilités de croissance, soit encore à accepter une hausse du taux d'inflation (mais celle-ci ne réduit guère la demande si elle n'est pas accompagnée d'une hausse des taux d'intérêt réels, car — dans les économies modernes — la plupart des actifs financiers sont

rémunérés à des taux de marché). Ce type de déficit pose lui un problème de soutenabilité puisque l'accumulation de dette publique renforce de façon continue les tensions sur le marché des biens.

Aussi, est-il peu avisé de chercher à estimer sous forme réduite un impact positif du déficit ou de la dette publics sur le taux d'intérêt, et guère étonnant que les résultats soient si peu concluants [9]. A la suite d'une chute de la demande privée, la politique économique peut provoquer une baisse des taux d'intérêt et une hausse du déficit public. Un pays peut réagir à une hausse du taux d'intérêt imposé par l'extérieur par une hausse de son déficit public. Enfin, un déficit autonome peut s'accompagner d'une hausse du taux d'intérêt réel ou d'une hausse de l'inflation. La relation entre taux d'intérêt réel et déficit public dépend donc des circonstances. L'absence de relation stable entre ces deux grandeurs dans une estimation en forme réduite ne témoigne donc que de la non-pertinence de la méthodologie de l'estimation en forme réduite et non de la pertinence du modèle « néo-ricardien » de Barro (1974).

Le problème est de pratiquer des déficits de régulation et d'éviter les déficits autonomes. La distinction ne va pas de soi concrètement, mais elle est utile à des fins descriptives et normatives. Le point essentiel est qu'elle ne peut être faite sur la base d'un critère mécanique, tel que l'importance du déficit relativement au PIB, mais qu'elle doit être faite sur la base de la nature des déséquilibres sur le marchés des biens. Aussi le seul critère est-il qu'un déficit public est excessif lorsqu'il entraîne un excès de demande, c'est-à-dire quand il oblige à pratiquer de forts taux d'intérêt ou lorsqu'il provoque un niveau d'inflation et un déficit extérieur supérieurs aux niveaux souhaités.

De même, une dette publique ne peut être jugée excessive que lorsqu'elle entraîne (par effet de richesse) une consommation trop forte des ménages et donc un excès de demande. Le fait est que la plupart des pays de la CE qui ont actuellement un fort niveau de dette publique ont en même temps un fort taux d'épargne des ménages. Ce n'est d'ailleurs qu'en raison de ce fort taux d'épargne qu'ils ont dû et pu accumuler cette dette : un fort déficit public était compatible chez eux avec un niveau satisfaisant de demande et n'entraînait pas de déséquilibre extérieur insoutenable. Si on considère la période 1983-93, la Belgique a vu sa dette publique nette passer de 95 à 133 points de PIB (soit une hausse de 38 points) ; durant la même période elle a accumulé un excédent courant de 22 points de PIB. Les Pays-Bas ont vu leur dette publique nette passer de 31 à 60 points de PIB (soit une hausse de 29 points) ; durant la même période, leur excédent courant cumulé représentait 31 points de PIB. Enfin, en Italie, la dette publique nette est passée de 64 à 113 points de PIB (soit une hausse de 49 points), durant cette période, le cumul du déficit courant n'a été que de 7 points de PIB.

(9) Voir par exemple Tanzi (1985), qui proclame avoir trouvé cet impact positif, avant de devoir reconnaître (à la suite des remarques de Spiro (1987)) qu'il a confondu le besoin et la capacité de financement. Le lien est donc plutôt négatif comme dans Evans (1985).

Il n'en demeure pas moins un certain paradoxe dans l'évolution récente des déficits publics en Europe. Le problème de la soutenabilité ne se pose que s'il y a cœxistence d'une politique monétaire restrictive et d'une politique budgétaire expansionniste. Comment justifier cette combinaison ? Dans une problématique keynésienne, une demande insuffisante nécessite à la fois une hausse du déficit public, mais aussi une baisse des taux d'intérêt réels qui en atténue l'impact sur l'évolution de la dette publique ; c'est ce qui fut réalisé entre 1974 et 1977. Pourquoi ce mécanisme ne fonctionne-t-il plus aujourd'hui ?

Le paradigme néo-classique

Le paradigme néo-classique fournit une explication simple et cohérente des évolutions constatées des déficits publics et des taux d'intérêt. Sous des formes légèrement différentes, il inspire les analyses de l'OCDE, de la Commission de l'UE (voir Commission européenne (1993)), de certains rapports du Plan (voir Artus, 1991). On en trouve, par exemple, une formulation détaillée dans Phelps (1990 et 1994). L'hypothèse centrale est que le taux d'intérêt réel égalise l'offre et la demande de biens. Les salaires réels sont rigides (en raison de règles d'indexation, des exigences salariales des travailleurs en place ou en raison de mécanisme de salaire d'efficience). L'offre de biens est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel, dont la hausse amène les entreprises à augmenter leurs prix et à réduire l'accumulation de capital. La demande de biens dépend positivement des dépenses publiques, de la dette publique et négativement du taux d'intérêt réel.

Le taux d'intérêt réel reflète donc les tensions sur le marché des biens : un niveau élevé de celui-ci correspond donc à un excès de demande (autrement dit : une insuffisance d'épargne). Une hausse de demande (due à une baisse du taux d'épargne privé ou à une hausse du déficit public) provoque une hausse du taux d'intérêt réel et une baisse de la production. Enfin, la stabilité de l'économie nécessite que l'Etat pratique une politique restrictive en cas de fort taux d'intérêt, de forte dette publique, et aussi, de baisse de la production (encadré 2). Par contre, l'économie est instable si le gouvernement pratique une politique keynésienne, en relançant les dépenses publiques lorsque la production diminue.

Selon ce modèle, les forts niveaux de déficits publics (ou la baisse de l'épargne privée) sont responsables du fort niveau des taux d'intérêt, eux-mêmes responsables de la baisse de la production. En sens inverse, pour sortir de la crise, il faut réduire les déficits publics (ou augmenter l'épargne). Ceci peut être pénible (en obligeant à réduire la consommation ou les dépenses publiques), mais a des effets macroéconomiques favorables : les taux d'intérêt baissent, l'investissement prend le relais

2. Une version simple du modèle néo-classique

La présentation proposée ici du modèle néo-classique est la plus simple possible. Nous n'en discutons pas les fondements microéconomiques (qui d'ailleurs peuvent être divers). Le modèle se compose de trois équations :

— La courbe d'offre : $y^0 = y_0 - \theta r$

— La courbe de demande : $y^d = g + y - t + rb_{-1} + \lambda(b_{-1} - u - vr - wy)$

où g représente les dépenses publiques, t les impôts, b la dette publique, r le taux d'intérêt réel.

Les agents privés veulent détenir un montant de dette publique d'autant plus fort que le taux d'intérêt réel est élevé. Quand leur patrimoine atteint le niveau désiré, ils dépensent la totalité de leur revenu.

— L'équation d'accumulation de la dette : $b = (1+r)b_{-1} + g - t$

A court terme, le taux d'intérêt réel équilibre le marché des biens. Une hausse exogène des dépenses publiques ou privées provoque une hausse du taux d'intérêt et une baisse de la production (en supposant que $v > w\theta$).

La stabilité de long terme dépend du type de politique suivie par les autorités.

a) La politique optimale consiste à maintenir le taux d'intérêt au niveau correspondant au plein-emploi ; soit : $r = \frac{y_0}{\theta}$; le dette publique au niveau désiré par les agents : $b = u + vr + wy$; le niveau de l'excédent public primaire doit donc être égal à $t - g = rb$. Un choc d'offre négatif requiert une baisse du taux d'intérêt ; une baisse de la dette publique (ce qui nécessite un excédent primaire temporaire) ; à terme, l'excédent primaire doit être réduit. Un choc de demande positif (baisse de u) nécessite une baisse de la dette publique, donc une hausse temporaire de l'excédent primaire ; à terme, l'excédent primaire doit être réduit.

b) Supposons que les autorités budgétaires aient la fonction de réaction : $g - t = -k_y y + k_r r - k_b b$, l'économie est stable si : $b + k_r + \theta k_y < (v - w\theta)(k_b - r)$.

L'économie est instable si la politique budgétaire est rigide. Dans ce cas, une hausse des dépenses publiques provoque une hausse des taux d'intérêt, une baisse de la production et une hausse de la dette publique, qui induit une hausse des dépenses privées, d'où une nouvelle hausse des taux d'intérêt. L'économie est d'autant plus stable que le gouvernement réagit de façon classique (en réduisant le déficit public quand la dette est forte, les taux d'intérêt élevés). Elle est d'autant plus instable que celui-ci réagit de façon keynésienne (en augmentant le déficit public lorsque la production chute ou que les taux d'intérêt sont élevés).

c) Si l'Etat se donne un objectif en terme de dette publique, plus la dette publique désirée est élevée, plus le taux d'intérêt réel est fort, plus la production est basse, plus l'excédent primaire d'équilibre est fort. Une hausse de l'objectif de dette permet une baisse temporaire de l'excédent primaire ; mais, ceci est payé par une baisse de la production et à terme une hausse de l'excédent primaire nécessaire.

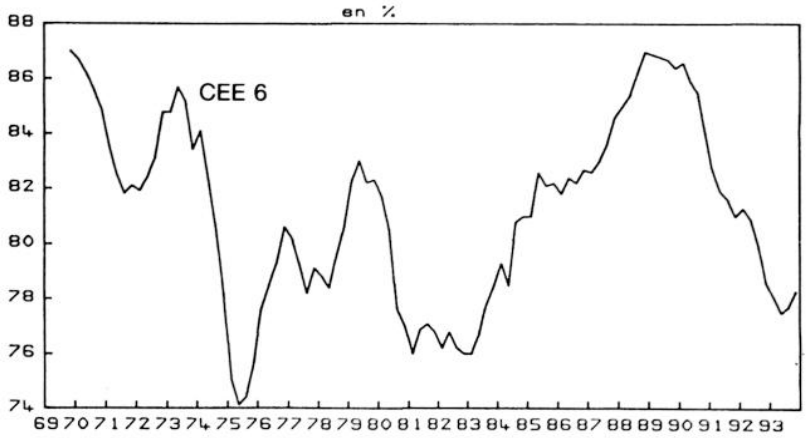
des dépenses publiques et la production augmente [10]. Au total, la réduction des déficits publics et la hausse du taux d'épargne devraient être une priorité en Europe à l'heure actuelle.

Ce modèle a donc des conséquences fortes pour la conduite de la politique économique. Toutefois, il présente plusieurs défauts, dont le troisième nous semble dirimant. En premier lieu, il n'explique pas pourquoi la totalité des pays d'Europe ont en même temps accru leur déficit public, donc se seraient engagés dans des politiques absurdes du point de vue macroéconomique. Ensuite, il manque une étape dans le raisonnement : il faudrait expliquer le mécanisme selon lequel le taux d'intérêt réel équilibre le marché des biens, compte tenu du fait que la Banque centrale fixe le taux d'intérêt nominal de court terme. Ce schéma ne peut jouer qu'en situation de pleine utilisation des capacités de production, situation qui n'est pas globalement la situation en Europe depuis 1981. La stratégie suivie par la Banque centrale n'a-t-elle donc pas d'influence sur les taux d'intérêt réels ? Comment expliquer alors, sinon par une rupture de comportement de la politique monétaire ou par une modification du fonctionnement des systèmes financiers, que le taux d'intérêt réel était de l'ordre de – 2 % entre 1969 et 1972, années de fortes tensions sur les capacités de production, et de 3,5 % entre 1981 et 1987, années de basse utilisation des capacités de production ?

Enfin, et surtout, le schéma néo-classique ne correspond en rien aux évolutions constatées : le taux d'intérêt réel devrait être élevé dans les périodes où la demande est forte par rapport à l'offre, donc dans les périodes de forte inflation et de forts taux d'utilisation des capacités de production. Ce n'est pas globalement le cas en Europe depuis 1981 (graphique 5). Sans même évoquer la situation du marché du travail, force est de constater que l'Europe a vécu (sauf durant un court épisode en 1988-89) avec un niveau important de marges de capacités inemployées. La forte hausse des taux d'intérêt réels en 1980-81 ne correspond pas à un fort choc de demande et à une forte utilisation des capacités de production, au contraire. De même, le fort ralentissement de la demande dans les années 1991 à 93 ne s'est pas accompagné d'un essor de la production : les taux d'intérêt réels ont certes légèrement baissé (de 7 à 5 % pour le taux de court terme), mais cela n'a pas été suffisant pour empêcher le ralentissement économique. Aussi, les gouvernements ont-ils soutenu l'activité par la politique budgétaire ne voulant pas, par une politique restrictive, ajouter un facteur supplémentaire de dépression. Rien ne leur permettait de croire à la fiabilité de la stratégie inverse : réduire le déficit public pour provoquer une baisse suffisante des taux d'intérêt qui soutiendrait l'activité. Les gouvernements se sont

(10) Ce scénario est celui proposé par la Commission Européenne (1993). Il faut toutefois noter que, contrairement à ce que laisse croire l'article en question, les scénarios proposés n'ont pas été réalisés en utilisant les équations économétriques du modèle QUEST, mais en introduisant à la main des mécanismes postulés : toute baisse des dépenses publiques se traduit par une hausse identique de l'investissement, toute hausse de l'investissement produit une hausse de la production identique à celle des capacités de production. Aussi, une baisse des dépenses publiques apparaît expansionniste, ce qui est le contraire des effets variantiels du modèle QUEST utilisé selon les règles de l'art.

retrouvés keynésiens, en acte, si ce n'est en paroles : il y a une contradiction entre avoir accepté une forte hausse des déficits publics en 1991-93 et s'être engagés à les réduire dans le Traité de Maastricht et (pour la France) dans une loi d'« Orientation quinquennale de redressement des finances publiques », puisqu'on reconnaît, en fait, qu'un fort déficit public peut être parfois nécessaire, en même temps qu'on considère possible de prendre des engagements non circonstanciés sur son niveau futur. Cette schizophrénie ne permet guère d'envoyer des signaux clairs aux marchés.



5. Taux d'utilisation des capacités : industrie manufacturière

Source : INSEE-CEE. CEE6 est équivalent à EUR 6.

Ainsi, une proposition telle que « Les déficits publics sont responsables des forts niveaux des taux d'intérêt », qui équivaut à « Le taux d'intérêt équilibre l'offre et la demande de biens », n'a de sens qu'en situation de plein-emploi des capacités de production. Elle ne rend pas compte de l'évolution économique récente et n'a pas pu servir de guide à la politique économique. Il apparaît alors étrange que les marchés, certains économistes et certains hommes politiques continuent à l'évoquer et à s'y référer pour prévoir l'évolution future des taux d'intérêt.

La soutenabilité de la politique budgétaire dans le paradigme keynésien

En régime keynésien, le problème de la soutenabilité de la dette publique ne se pose pas. Une hausse des dépenses publiques provoque une hausse de la production jusqu'au moment où elle est suffisante pour induire les recettes fiscales qui annulent le déficit public initial (voir Christ (1968) ou Blinder et Solow (1973)). Le multiplicateur de long terme est

alors voisin de $\frac{1}{t}$, t tant le taux d'imposition (voir encadré 3). Tant que l'économie reste dans ce régime, que les capacités de production ne sont pas pleinement utilisées, un déficit temporaire, dans la période d'ajustement, ne signifie pas que, plus tard, les taux d'imposition devront être augmentés.

3. Une version simple du modèle keynésien

On reprend des équations similaires à celles du modèle néo-classique.

— La courbe d'offre : $y^0 = y_0 - \theta r$.

— La courbe de demande : $y^d = g + (1-t)y + rb_{-1} + \lambda(b_{-1} - u - vr - wy)$.

— L'équation d'accumulation de la dette : $b = (1+r)b_{-1} + g - ty$.

Par contre, on suppose maintenant que le taux d'intérêt est exogène et que la production est déterminée par la demande : $y = y^d < y^0$.

Tant que l'on reste effectivement en régime keynésien, le problème de stabilité du déficit public ne se pose pas. En effet, une hausse permanente des dépenses publiques provoque une hausse immédiate de la production, puis le déficit public accroît progressivement la dette publique, ce qui augmente la demande privée, donc la production. A terme, le multiplicateur vaut : $y = \frac{g}{t - wr}$; le déficit public est nul et la dette publique, comme la production, est stabilisée.

A la suite d'un choc négatif de demande (hausse de u), la politique optimale est de baisser le taux d'intérêt, ce qui évite de devoir augmenter le déficit public, permet ultérieurement une hausse de la production, et autorise même à terme une hausse des dépenses publiques. Si cela est impossible, le gouvernement doit accepter à court terme une hausse de son déficit pour accroître la dette publique du montant correspondant au désir du secteur privé d'être plus riche. A long terme, par contre, le déficit public primaire doit être plus bas de ur, pour compenser la hausse des charges d'intérêts.

Si le gouvernement ne contrôle pas le taux d'intérêt et que celui-ci augmente, l'économie restant toutefois en régime keynésien, le gouvernement doit à court terme augmenter le déficit budgétaire pour accroître la dette publique, quitte là aussi à le réduire à long terme.

Dans une optique de moyen terme, la croissance du ratio Dette publique sur PIB se justifie dans deux cas de figure. Soit, elle correspond au désir du secteur privé d'accroître sa richesse financière nette, les ménages désirant être plus riches [11] tandis que les entreprises ne désirent pas s'endetter davantage. A terme, une fois que la dette correspon-

(11) En raison, par exemple, d'un changement dans la structure démographique de la population : l'arrivée à l'âge de la retraite des Baby boomers, qui craignent, vu leur nombre et le vieillissement de la population, de voir rognées les prestations retraites.

dra au niveau désiré par le secteur privé, les impôts devront être augmentés du montant correspondant à l'augmentation des charges d'intérêt (toujours mesuré en terme réel corrigé du taux de croissance de l'économie). Dans ce cas, toutefois, une politique alternative préférable est de baisser le taux d'intérêt pour réduire le montant désiré de dette publique. Soit, elle peut correspondre à une hausse exogène du taux d'intérêt, dans une situation où le gouvernement ne contrôle pas celui-ci. Dans les deux cas, la politique de stabilisation que doit suivre le gouvernement doit comporter une hausse transitoire du déficit public (pour accumuler la dette publique nécessaire) suivie d'une baisse permanente pour compenser les intérêts versés. Reste cependant à comprendre pourquoi le gouvernement ne réagit pas par la politique monétaire.

Pour exhiber des situations d'insoutenabilité dans ce régime, il faut supposer que le gouvernement puisse subir des contraintes fortes tant sur sa politique monétaire que sur sa politique budgétaire. Plaçons-nous par exemple en régime keynésien, les agents privés désirent détenir plus de dette publique ; le gouvernement ne peut baisser le taux d'intérêt ; il augmente donc le déficit public pour maintenir le niveau d'activité. A terme, le nouvel équilibre doit correspondre à un taux d'imposition légèrement plus élevé pour compenser les intérêts supplémentaires à verser. Si le gouvernement est incapable d'augmenter le taux d'imposition, le modèle devient instable quand l'économie passe en régime de contrainte d'offre. La politique budgétaire, nécessaire en régime keynésien, conduit à une situation instable une fois qu'elle a permis de rencontrer la contrainte d'offre. Toutefois, les conditions de cette situation sont assez particulières : le gouvernement ne peut ni réduire le déficit primaire, ni réduire le taux d'intérêt.

Le problème spécifique de soutenabilité de la dette publique ne se différencie pas de celui de la reconnaissance du régime où l'économie se situe. En régime keynésien de demande insuffisante, la hausse de la dette publique est un élément nécessaire de soutien de l'activité ; le problème est celui de la perte de contrôle de la politique monétaire. En régime classique, le problème est bel et bien celui d'un excès de demande, d'un déficit public trop fort. Dire que la politique budgétaire est insoutenable, c'est dire que l'on est en régime classique.

Peut-on justifier théoriquement des orientations différentes des politiques monétaire et budgétaire ?

Dans un cadre keynésien, on peut penser *a priori* à quatre raisons qui peuvent amener des orientations différentes des politiques monétaire et budgétaire, en particulier à la coexistence d'un fort déficit public et d'un taux d'intérêt réel élevé, donc à une évolution explosive de la dette publique.

L'indépendance de la Banque centrale

La première réside dans l'indépendance de la Banque centrale, telle qu'elle est pratiquée en Allemagne et aux Etats-Unis. Lorsque la politique économique est centralisée, le gouvernement effectue un certain arbitrage (du moins de court terme) entre inflation et chômage en choisissant un certain niveau de demande. Le niveau ainsi choisi peut être atteint par des combinaisons diverses de politiques monétaire ou budgétaire. Par exemple, les autorités réagissent à un choc inflationniste en augmentant le taux d'intérêt réel et en réduisant les dépenses publiques de manière simultanée. En période de basse conjoncture, on doit voir simultanément une baisse des taux d'intérêt et une hausse du déficit public.

Que se passe-t-il maintenant si les autorités monétaire et budgétaire sont indépendantes et ont des objectifs différents [12] ? Dans le cas où l'utilisation des instruments de politique économique n'a pas de coût, le problème n'a pas de solution si les autorités agissent de façon indépendante. En effet, les autorités monétaire et budgétaire vont faire varier chacune son instrument tant que le niveau de production diffère des niveaux de production qu'elles souhaitent (et qui sont *a priori* différents). Le gouvernement va augmenter les dépenses publiques si la demande lui semble insuffisante, tandis que les autorités monétaires vont augmenter le taux d'intérêt si l'inflation leur semble excessive. Ce conflit entre autorités économiques est atténué si les deux autorités réagissent avec des fonctions de perte comportant un coût d'utilisation des instruments. L'équilibre obtenu est alors une pondération des désirs des deux autorités ; mais cette pondération ne s'effectue qu'à partir des répugnances que chacune d'elle a à utiliser son propre instrument de politique économique. Par exemple, si la Banque centrale ne ressent aucun coût à faire varier les taux d'intérêt et si le gouvernement répugne à creuser le déficit budgétaire, c'est la Banque centrale qui impose le niveau de production. En tout état de cause, le niveau des instruments dépend à l'équilibre des écarts entre les fonctions de perte des autorités. Aussi, cette configuration institutionnelle aboutit à une situation non-optimale caractérisée par une utilisation excessive des instruments de politique économique : le taux d'intérêt augmente à la fois pour freiner l'activité et pour compenser la hausse du déficit public, qui elle-même vise à lutter contre la hausse du taux d'intérêt. Les deux autorités auraient intérêt à négocier pour échanger une baisse des taux d'intérêt contre une baisse du déficit public ; mais, aucune n'a intérêt à s'engager unilatéralement dans un tel processus.

Enfin, l'affectation spécifique de la politique monétaire à la lutte contre l'inflation, qui est implicitement obtenue quand la Banque centrale est indépendante, ne va pas de soi. Dans une situation inflationniste, elle induit une hausse des taux d'intérêt, qui d'une part provoque une hausse des charges d'intérêt des entreprises donc renforce l'inflation par les

(12) On s'inspire ici de Capoën, Sterdyniak et Villa (1994).

coûts, d'autre part tend plutôt à augmenter la consommation des ménages (qui reçoivent plus de revenus d'intérêt) et à réduire l'investissement, donc l'accumulation du capital, ce qui ne peut à terme qu'accentuer les tensions sur le marché des biens. Lutter contre l'inflation par la politique budgétaire serait donc préférable.

La non-coordination des politiques économiques en changes flexibles

Plaçons-nous maintenant en économie ouverte, en change flexible. Peut-on expliquer par la non-coordination des politiques économiques des orientations différentes des politiques monétaires et budgétaires ? Supposons que le monde se compose de deux pays identiques, décrits par [13] :

— production : $y = g + d - \sigma r + n(y - y^*) + n\delta(p^* + s - p)$; s représente le taux de change ;

— prix de production : $p = w_0 + vy$; w_0 représente un choc inflationniste ;

— prix à la consommation : $q = n(p^* + s) + (1 - n)p$;

— équilibre du marché des changes : $r = r^* - s$; car le choc est supposé transitoire.

La fonction de perte du gouvernement est :

$$L = y^2 + \alpha q^2 + \beta b^2 + \gamma g^2 + \varepsilon r^2.$$

Les deux pays sont frappés en même temps d'un choc inflationniste identique. S'ils coordonnent leur politique économique (ou s'ils ont conscience de la symétrie de la situation), ils fixeront leurs instruments selon les fonctions de réactions :

$$y + \alpha vp + \gamma g = 0 \quad \text{et} \quad y + \alpha vp = \varepsilon r/\sigma.$$

La politique monétaire et la politique budgétaire sont utilisées de façon symétrique compte-tenu de la répugnance relative des autorités à les faire varier : une politique budgétaire restrictive s'accompagne toujours d'une politique monétaire restrictive.

Dans le cas d'équilibres non-coordonnés où chaque pays considère comme fixes la production et le taux d'intérêt de son partenaire, les fonctions de réaction deviennent :

— Pour la politique budgétaire :

$$y + \alpha(1 - n)vp + \gamma(1 + n(1 + \delta v))g = 0.$$

(13) Les variables sont étoilées pour le second pays.

Les autorités ont tendance à moins réagir par la politique budgétaire car elles sous-estiment son efficacité. Elles ne voient pas que, comme leurs partenaires réagissent comme elles, l'effet multiplicateur de la politique budgétaire est renforcé ; elles ne voient pas non plus que l'effet d'une baisse de la production sur l'inflation est renforcé par le fait que la baisse identique des prix chez son partenaire se transmet via les prix à l'importation.

— Pour la politique monétaire :

$$y + \frac{\alpha((1-n)v + n(1+n(1+\delta v))}{(\sigma + n\delta)} p = \frac{\varepsilon(1+n(1+\delta v))}{(\sigma + n\delta)} r$$

Les autorités vont avoir tendance à utiliser davantage l'arme monétaire que l'arme budgétaire puisqu'elles vont surévaluer relativement l'efficacité de la première et son impact sur la production et sur l'inflation en croyant qu'elle leur permet de surévaluer le taux de change. Aussi, l'absence de coordination internationale des politiques économiques aboutit-elle à une situation caractérisée par un niveau trop fort des taux d'intérêt et une politique budgétaire insuffisamment restrictive [14]. Il serait utile qu'à l'échelle mondiale tous les pays diminuent leur taux d'intérêt et pratiquent une politique budgétaire plus restrictive.

Exemple numérique :

Prenons $\alpha = 2$; $\gamma = 1$; $\varepsilon = 0{,}5$; $s = 0{,}5$; $n = 0{,}25$; $\delta = 2$; $\upsilon = 1$. La non-coordination des politiques économiques amène les gouvernements à ne réagir que par la politique monétaire. Les taux d'intérêt sont trop élevés et la politique budgétaire insuffisamment restrictive (tableau 1).

1. L'impact d'un choc inflationniste selon l'organisation de la politique économique

	Choc inflationniste mondial w0 = 5 %	
	Politiques coordonnées	Équilibres de Nash
y	−2,3	−2,5
p = q	3,8	3,7
r	−1,5	4,4
g	−1,5	−0,3
L	38,5	44,0

(14) Ce résultat est encore accentué si la Banque centrale est indépendante et se soucie surtout de l'inflation (voir Capoën, Sterdyniak et Villa, 1994).

Les contraintes des changes fixes

Que se passe-t-il maintenant en change fixe ? L'illusion des gouvernements quant à l'efficacité spécifique de la politique monétaire disparaît. Mais le taux d'intérêt de la zone est fixé par le pays dominant et ne correspond pas nécessairement au besoin des pays dominés. Aussi, ceux-ci doivent pratiquer une politique budgétaire de stabilisation, puisqu'ils n'ont que cette arme à leur disposition.

Les deux pays ont maintenant le même taux d'intérêt (r) fixé par le pays dominant ; à court terme, les prix sont fixes. Les deux pays souhaitent maintenir la demande (y) à un niveau égal à 0, correspondant au taux de chômage naturel. Le pays dominant subit un choc de demande privée (d positif) qu'il ne peut, ou ne veut, compenser par la politique budgétaire. On peut alors connaître trois configurations.

Maintien du plein-emploi sans changement de parité : le pays dominant fixe le taux d'intérêt à la valeur $r = \frac{d}{\sigma}$; le pays dominé doit alors pratiquer une hausse des dépenses publiques telle que $g^* = d$, pour compenser l'effet dépressif de la hausse du taux d'intérêt. Les deux pays restent au plein-emploi avec un fort taux d'intérêt ; le déficit public du pays dominé correspond à l'excès de demande du pays dominant. Le pays dominant peut utiliser sa politique monétaire pour réguler son activité ; le pays dominé doit utiliser sa politique budgétaire.

Maintien de la parité et du solde public, sous-emploi : si le pays dominé se refuse à augmenter son déficit public, la hausse du taux d'intérêt mondial est légèrement plus faible, $r = \frac{d(1-c+n)}{\sigma(1-c+2n)}$, mais la chute de la production est importante dans le pays dominé. Elle est de $y^* = \frac{-d}{1-c+2n}$. Le choc *a priori* expansionniste se transforme en choc récessif pour le pays dominé.

Maintien du plein-emploi avec changement de parité : Le pays dominé ne modifie pas sa politique budgétaire ; par contre, il dévalue de $s = 0{,}5\frac{d}{n\delta}$. La hausse du taux d'intérêt mondial est alors de $r = 0{,}5\frac{d}{\sigma}$ puisque le marché des biens du pays dominant s'équilibre en partie grâce à un déficit commercial vis-à-vis du pays dominé égal à la moitié du choc initial.

La fixité des changes peut donc expliquer les situations combinant dans les pays dominés un fort niveau des taux d'intérêt et un fort déficit public, qu'ont connues la Belgique, les Pays-Bas ou la France, après la réunification allemande. L'alternative aurait été l'utilisation du taux de change pour stabiliser l'activité.

Cela amène à s'interroger : dans quelle mesure un pays peut-il respecter les critères de Maastricht à savoir certaines normes pour le déficit public et la dette publique, la fixité des changes et un taux d'intérêt imposé de l'étranger ? En économie fermée, se donner une contrainte sur la politique budgétaire revient en fait à se donner une contrainte sur le taux d'intérêt. Comme $y = g + d + cy - \sigma r$, il faut, à production maintenue, que $r = \frac{g^d + d}{\sigma}$. On a donc deux cas de figure. Soit le taux nécessaire est au-dessus du niveau minimum du taux d'intérêt nominal et dans ce cas, la contrainte est accessible. Soit il est au-dessous et dans ce cas, la contrainte budgétaire est inaccessible, du moins si on veut maintenir le niveau de production. En économie ouverte, en change fixe, le taux d'intérêt pour un pays dominé est imposé de l'étranger. Son seul degré de liberté est sa politique budgétaire. Aussi, un taux d'intérêt trop élevé peut empêcher certains pays de réaliser les normes requises de politique budgétaire. A cela, deux remèdes sont concevables : soit l'Allemagne baisse fortement son taux d'intérêt ; chaque pays est alors mieux armé pour atteindre son objectif budgétaire. Soit, les pays à fort déficit budgétaire potentiel dévaluent de sorte qu'ils remplacent le déficit public par un excédent extérieur. Aussi, faute d'une organisation satisfaisante de la politique économique en Europe ou faute d'un miracle (une forte baisse des taux allemands et une demande privée fortement dynamique), les pays dominés devront-ils choisir entre l'oubli des critères de finances publiques, la dévaluation ou le maintien d'une politique économique d'une rigueur injustifiable.

Les critères de finances publiques dans le Traité de Maastricht

L'imposition dans les critères du Traité de Maastricht de limites sur les déficits publics et sur la dette publique brute en pourcentage du PIB (de 3 % et de 60 % respectivement) a donné lieu à une abondante littérature [15]. Le Traité de Maastricht fait figurer dans les critères d'entrée dans l'UEM « *le caractère soutenable de la situation des finances publiques ; cela ressortira d'une situation budgétaire qui n'accuse pas de déficit public excessif au sens de l'article 104 C paragraphe 6* » (article 109 J).

(15) On peut se référer notamment à Begg et *alii* (1991), Bovenberg, Kremers et Masson (1991), Buiter (1992), Buiter, Corsetti et Roubini (1993), Buiter et Kletzer (1991), Delessy et *alii* (1993), Giovannini et Spaventa (1991), GIPE (1992), Plihon (1993), Wickens (1992) et Wyplosz (1990, 1992).

L'article 104 C définit en ces termes « un déficit public excessif » :

— le rapport entre le déficit public et le PIB dépasse 3 % « *à moins que le rapport n'ait diminué de manière substantielle et constante et atteint un niveau proche de la valeur de référence ou que le dépassement ne soit qu'exceptionnel et temporaire et que le dit rapport ne reste proche de la valeur de référence* » ;

— le rapport entre la dette publique brute et le PIB dépasse 60 % « *à moins que ce rapport ne diminue suffisamment et s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant* ».

Ce texte fait référence explicitement au caractère soutenable des finances publiques ; il s'agit là d'une notion vague qui n'a pas, nous l'avons vu, de définition précise et opérationnelle. En tout état de cause, même si ce concept peut être défini théoriquement, il reste peu probable que cette définition aboutisse aux chiffres magiques de 3 et 60 % : la démonstration reste à faire. Si on considère qu'à moyen terme, le taux d'intérêt réel doit être proche du taux de croissance de l'économie, le critère de soutenabilité de moyen terme devient : le solde public primaire structurel doit être positif. En 1990 (dernière année de conjoncture moyenne) seuls quatre pays de la Communauté ne vérifiaient pas cette exigence (tableau 2) : les Pays-Bas avec un déficit de 0,7 point de PIB, l'Espagne avec un déficit de 0,8 point de PIB, l'Italie avec déficit de 1,8 point de PIB, et la Grèce avec un déficit de 4,7 points. Pour l'année 1994, seul le Royaume-Uni (avec un déficit de 2,2 points) ne vérifie pas cette condition. Que de nombreux pays ne vérifient pas actuellement les critères budgétaires de Maastricht ne doit donc pas être attribué à une politique budgétaire trop laxiste, mais provient de taux d'intérêt trop élevés, d'une situation conjoncturelle peu favorable et de critères mal spécifiés.

2. Solde primaire corrigé de la conjoncture

	Solde primaire en 1990	Solde primaire en 1994 (1)	Impact de la conjoncture en 1994 (2)	Solde primaire corrigé (1) – (2)
Allemagne	– 0,1	– 0,3	– 0,6	0,3
Belgique	4,4	2,9	– 1,3	4,2
Danemark	1,8	– 0,4	– 1,2	0,8
Espagne	– 0,8	– 1,3	– 2,1	0,8
France	0,8	– 2,3	– 2,0	– 0,3
Grèce	– 4,7	0,9	– 1,3	2,2
Irlande	4,0	1,9	– 0,1	2,0
Italie	– 1,8	0,7	– 0,8	1,7
Pays–Bas	– 0,7	0,7	– 1,5	2,2
Portugal	2,8	0,1	– 1,9	2,0
Royaume–Uni	1,1	– 4,2	– 2,1	– 2,2

Source : OCDE, calculs des auteurs.

Dans le cas du déficit public, le Traité admet un dépassement « exceptionnel et temporaire » de la norme de 3 %, mais ne précise pas ce qu'il faut entendre par là. On conçoit certes qu'un événement comme

la réunification allemande puisse être considéré comme justifiant un dépassement exceptionnel du déficit public allemand, mais que dire du fort niveau des taux d'intérêt réels ? Autorise-t-il un dépassement pour les autres pays de la CE ? Plus généralement, faut-il considérer qu'en période de forte dépression, un dépassement de la norme est justifié, qu'il soit dû à la baisse automatique des rentrées fiscales ou même à une politique active de relance budgétaire ? Deux lectures des normes sont possibles. La lecture laxiste permet de corriger le déficit public de l'effet de la conjoncture : la norme de 3 % porterait sur le déficit de conjoncture moyenne (le déficit dit « structurel »). Cette lecture rend compatible l'existence d'une norme et la possibilité d'une politique budgétaire contracyclique, automatique ou délibérée. Le problème est cependant qu'il est délicat de définir cette conjoncture moyenne, tout particulièrement à certaines périodes charnières où le rythme tendanciel de croissance est problématique : par exemple, il était difficile de dire en 1988-89, pour la CE prise globalement, si on était au sommet d'un cycle (ce qui aurait nécessité d'engranger de forts excédents publics) ou au point de départ d'une période de croissance soutenue. La lecture rigoriste impose que la norme de 3 % ne soit dépassée à aucun moment du cycle conjoncturel, ce qui oblige soit à pratiquer des politiques budgétaires procycliques, soit à avoir un déficit structurel beaucoup plus faible de façon à disposer d'une marge de manœuvre. Dans le cas français par exemple, pour ne pas dépasser en 1993 — point bas de la récession — le niveau de 3 % de déficit public, il aurait fallu avoir, en 1990 année de conjoncture moyenne, un excédent de l'ordre de 1,5 % (au lieu d'un déficit de 1,5 %).

Les critères de finances publiques ont une triple particularité. Ce sont eux qui barrent la route au plus grand nombre d'Etats. Ils n'apparaissent pas justifiés *a priori* par les contraintes qu'impose l'unification monétaire, comme le critère de convergence des taux d'inflation. Contrairement aux critères d'inflation et de taux d'intérêt, ils sont définis en termes absolus, et non en termes relatifs. Il ne s'agit donc pas véritablement de vérifier la convergence des pays européens, mais plutôt d'imposer de nouvelles règles de politique économique que d'ailleurs même les pays les plus vertueux ne pratiquent pas. Dans la période 1970-1990, l'Allemagne a dépassé la norme d'un déficit public inférieur à 3 points de PIB en 1975, 1976, 1980 et 1981 ; le Japon l'a dépassé de 1976 à 1982 ; la France seulement en 1983. Ces nouvelles règles ne peuvent se justifier que par des considérations de deux ordres. Soit le déficit et la dette publics sont toujours nuisibles : la nécessité de contraindre *a priori* la politique budgétaire s'inscrit dans un cadre théorique bien particulier, celui où cette politique crée des déséquilibres sur le marché des biens et provoque une hausse des taux d'intérêt réels ; elle n'a donc de sens que si on se situe d'emblée dans la paradigme néo-classique. Soit ces règles sont nécessaires en raison même des caractéristiques de l'UEM à savoir monnaie unifiée mais politiques budgétaires indépendantes.

L'effort à fournir pour satisfaire à ces critères est d'autant plus grand que le taux d'intérêt réel est élevé par rapport au taux de croissance (voir Delessy *et alii,* 1993) : ils imposent donc une politique pro-cyclique : il faut faire une politique budgétaire rigoureuse si le taux d'intérêt est élevé et le taux de croissance bas ; l'effort peut se relâcher si les taux d'intérêt

baissent ou si la croissance s'accélère. L'ajustement budgétaire à réaliser, par réduction des dépenses publiques ou hausse des impôts, est extrêmement fort pour certains pays. Dans l'hypothèse la plus favorable, où l'Europe retrouverait une croissance de l'ordre de 3 %, l'effort devrait être de l'ordre de 5 points de PIB en Grèce, de 4 points en Italie et en Belgique, de 3 points au Portugal et au Royaume-Uni, de 2,5 points en Irlande, de 1,2 point en Espagne. Soit au total de 1,6 point du PIB de la CE. Une telle politique est difficilement justifiable pour certains pays (Belgique, Danemark, Pays-Bas, Irlande) qui, malgré une dette publique importante, ont déjà une balance courante excédentaire. D'ailleurs, ces pays maintiennent leur parité avec le mark, ce qui montre que les critères de finances publiques ne sont pas pertinents. Une politique budgétaire restrictive de cette ampleur se traduirait par une nouvelle baisse de l'activité de l'ordre de 3,2 % en Europe. En raison de la récession et de la chute des recettes fiscales, l'effet sur le poids des dettes publiques en Europe serait très faible. Il est certes souhaitable que les pays qui ont de fortes dettes publiques cherchent à les réduire, mais cela ne peut être fait en période de basse conjoncture par un pays qui n'a pas le contrôle de son taux d'intérêt car le coût en est alors double : coût microéconomique d'une hausse des impôts (ou d'une baisse des dépenses publiques) et coût macroéconomique d'une baisse de l'activité. Cette réduction doit être intégrée à une stratégie économique permettant un essor de l'investissement, compensant la réduction du déficit public, au lieu d'aboutir à une baisse de l'activité ; c'est-à-dire en période de forte demande et accompagné d'une baisse des taux d'intérêt : le coût n'est alors que microéconomique. Dans le cadre de la CE, on voit que cela demande une forte coordination des politiques économiques.

Les critères de finances publiques du Traité ne se justifient donc pas du point de vue de la logique macroéconomique interne des différents pays, une fois reconnu que des déficits de régulation sont parfois nécessaires et que leur taille optimale est indéterminée *a priori.* Ces critères masquent le vrai problème : pour être efficace l'UEM nécessite une forte coordination entre les politiques budgétaires nationales d'une part, et entre celles-ci et la politique monétaire d'autre part. Dans l'UEM réalisée, les pays-membres n'auront plus à leur disposition les armes du taux d'intérêt et du taux de change, mais n'auront plus à se soucier directement de leur solde extérieur, ni à craindre qu'une politique trop expansionniste ne les oblige à monter leur taux d'intérêt, du fait d'anticipations défavorables des marchés financiers [16]. Il y a donc là un degré de liberté utile mais aussi un risque potentiel que chaque pays pratique une politique trop expansionniste (qui ne prendra pas nécessairement la forme d'un déficit public, mais éventuellement de mesures encourageant l'investissement et la consommation), faisant supporter à l'ensemble de la CE un déficit extérieur trop fort et des taux d'intérêt trop élevés. Autre exemple, il peut être utile dans certaines situations conjoncturelles de baisser les taux d'intérêt en Europe, quitte pour certains pays à pratiquer

(16) Les taux d'intérêt n'incorporeront plus des primes de risques dues à des anticipations de modification de parité, mais uniquement des primes de risques de défaut. Celles-ci devraient être minimes pour des Etats, dont la solvabilité et la fiabilité ne sont pas douteuses.

simultanément des politiques budgétaires plus restrictives. De telles stratégies doivent être décidées au coup par coup, en tenant compte finement de la situation conjoncturelle en Europe et dans chaque pays. Elles peuvent poser des problèmes délicats de négociations et de confiance réciproque. Dans son état actuel, le Traité, s'il met en place des instances de coordination (notamment au sein du Conseil, selon l'article 103) ne prévoit guère les modalités, les principes et les objectifs de la coordination des politiques économiques entre la BCE responsable de la politique monétaire et les treize détenteurs de pouvoir budgétaire (les douze gouvernements et la CE elle-même), l'indépendance de la première et le refus des déficits publics excessifs étant posés en principe. Se refusant à organiser la politique économique future en Europe, le Traité met en place des barrières immuables et indifférenciées aux dettes et aux déficits publics, sans tenir compte dans le détail des considérations, conjoncturelles ou structurelles, qui peuvent rendre souhaitable un franchissement, temporaire ou durable, de ces barrières. Ces limites peuvent être totalement inadéquates face à certains chocs. En la matière, la règle devrait être que, à taux d'intérêt imposé par la BCE, un pays puisse choisir sa politique budgétaire tant qu'il ne contribue pas de manière excessive au déficit extérieur de la Communauté ; dans ce cas, reste à voir si c'est lui qui a une politique trop expansionniste ou ses partenaires des politiques trop restrictives. On voit donc mal comment seront évitées des situations conflictuelles. Imaginons qu'un certain pays pratique une politique de relance, par exemple en favorisant fiscalement l'investissement. La BCE, en réaction, augmente le taux d'intérêt en Europe. Les pays partenaires souffrent alors d'un taux d'intérêt plus élevé, d'un Ecu surévalué et d'une baisse de leur activité. Ils se retournent contre le pays en question, qui lui-même met en cause la BCE, coupable à ses yeux de ne pas comprendre la nécessité de sa politique de relance. Comment seront arbitrées de telles situations ? Un processus de négociation et de coordination est là aussi nécessaire. Mais, il n'est pas prévu par le Traité.

Aussi, nous semble-t-il qu'il faille oublier les critères de finances publiques, sachant qu'un pays vérifiant le critère de faible inflation aura, plus ou moins nécessairement, un niveau de demande qui ne sera pas excessif. Par contre, il convient de s'interroger sur les règles de conduite de la politique économique en situation de monnaie unique, de façon à éviter soit des critères automatiques inadéquats, soit des situations potentiellement conflictuelles entre les différentes autorités, nationales ou communautaires.

Une modification du fonctionnement de la sphère financière

La modification du niveau des taux d'intérêt réels entre les années soixante-dix et les années quatre-vingt/quatre-vingt-dix ne correspond pas à un changement structurel du niveau des tensions sur le marché des biens. Aussi, sa cause doit être recherchée au niveau du fonctionne-

ment des marchés financiers. La hausse des taux d'intérêt réels est due à l'utilisation de la politique monétaire pour lutter contre l'inflation, à la désinflation, à la dérégulation financière et à la libéralisation des marchés de capitaux. De façon générale, l'économie européenne connaissait une situation marquée par une inflation importante et un comportement monopolistique du système financier : celui-ci rémunérait peu une partie imposante des déposants et répercutait ce gain sur les emprunteurs. Aussi, les taux d'intérêt nominaux étaient bas et les taux d'intérêt réels négatifs. Cette situation était encouragée par le gouvernement qui y voyait un moyen de soutenir l'investissement. Elle est passée depuis à un autre régime : l'utilisation de la politique monétaire pour lutter contre l'inflation (aux Etats-Unis d'abord) s'est propagée en Europe avec la déréglementation financière et la libéralisation des marchés de capitaux. Ceux-ci ont brisé les monopoles bancaires ; la concurrence des intermédiaires financiers a fait disparaître les ressources à bon marché ; la concurrence entre pays a obligé chacun à s'aligner sur le taux d'intérêt réel le plus élevé offert. La désinflation a fait disparaître la prime inflationniste. Comme, en même temps, le ralentissement des gains de productivité en Europe s'est accentué, l'écart s'est creusé entre le taux d'intérêt et le taux de croissance.

L'évolution des taux d'intérêt est de moins en moins contrôlée par les gouvernements ; de plus en plus dictée par les marchés avec l'irrationalité et la myopie qui les caractérisent (voir Lordon, 1994). Or, dans une économie monétaire, la fixation du taux d'intérêt n'est pas un phénomène de marché. C'est le fondement même de la théorie macroéconomique qu'il n'existe pas et ne peut exister de mécanisme qui assurerait *ex ante* l'égalité entre les actifs financiers émis et ceux que les agents veulent détenir, c'est-à-dire entre l'épargne et l'investissement. Le taux d'intérêt ne peut équilibrer l'épargne et l'investissement, car c'est l'investissement qui crée l'épargne que ce soit par variation du niveau de production ou par variation du niveau des prix. L'équilibre peut se réaliser avec un taux d'intérêt élevé et un bas niveau d'activité ; comme avec un taux d'intérêt bas, un niveau d'activité plus élevé et éventuellement des tensions inflationnistes. Dans les deux cas, il n'y a pas de forces automatiques sur le marché des capitaux qui tendent à faire évoluer le taux d'intérêt vers un niveau correspondant à un équilibre satisfaisant du marché des biens. C'est ce que ne voient pas Aglietta, Coudert et Mojon (1993), qui écrivent : « Actuellement, dans un système libéralisé et intégré, les variations des taux d'intérêt permettent d'ajuster l'équilibre épargne-investissement, sans biais inflationniste durable », sans s'interroger sur le biais restrictif du niveau actuel des taux d'intérêt en Europe. Certes, les anticipations des marchés déterminent les taux d'intérêt de long terme, mais ceux-ci ne peuvent l'être que sur la base des taux d'intérêt de court terme futurs anticipés. Or, les marchés financiers n'ont aucune prescience de l'équilibre macroéconomique de demain et ont intérêt au maintien de taux d'intérêt réels élevés. L'économie peut donc être piégée dans un équilibre de sous-emploi des capacités de production, de faible inflation, de forts taux d'intérêt réels. Dans ce contexte, il est vain d'espérer qu'une réduction des déficits publics entraînera une baisse des taux d'intérêt par pur effet de marché, puisque cette réduction conduira à une chute de la production, donc une baisse de l'épargne.

Un modèle à comportements patrimoniaux

Quelles sont les conséquences macroéconomiques d'une hausse exogène de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance ? Pour en discuter, considérons une économie fermée, qui comporte trois agents représentatifs : l'État, les ménages et les entreprises. Soit α, β et γ la part dans le PIB du revenu des ménages, des entreprises et des administrations, $\alpha + \beta + \gamma = 1$; soit d, la part des dépenses publiques dans le PIB. Supposons qu'il existe un seul actif financier : des titres émis par les entreprises et l'Etat, détenus par les ménages, rapportant le taux d'intérêt courant.

Les ménages ont un comportement patrimonial tel qu'ils souhaitent détenir un patrimoine financier, w, égal à m fois leur revenu [17]. Soit r le taux d'intérêt réel, g le taux de croissance du revenu des ménages. Leur consommation s'écrit : $C = \alpha y + (r - g)w + \lambda(w - m\alpha y)$.

En croissance équilibrée, elle vaut donc : $C = \alpha y(1 + m(r - g))$. Le taux d'épargne financier des ménages (mesuré avec les conventions de la Comptabilité nationale) est alors proportionnel au taux de croissance en valeur. Par contre, l'écart entre la consommation des ménages et leur revenu primaire est proportionnel à l'écart entre le taux d'intérêt réel et le taux de croissance. La conjonction d'un ralentissement de la croissance en volume, d'une baisse de l'inflation, d'une hausse du taux d'intérêt réel se traduit donc par une baisse du taux d'épargne et une hausse du taux de consommation.

Les entreprises souhaitent maintenir un certain rapport, θ, entre leur endettement et leur capital, ce rapport étant une fonction croissante de leur profitabilité, c'est-à-dire de l'écart entre le taux de profit et taux d'intérêt réel (voir Artus et Sterdyniak, 1980) [18]. Soit k le rapport capital/produit, δ le taux de dépréciation du capital, e le ratio endettement sur capital. Soit, g, le taux de croissance du capital (égal au taux de croissance des capacités de production). Il vaut donc : $g_K = \beta/k - \delta - (r - g)e + \mu(\theta - e)$, avec $\theta = \varepsilon + \gamma(\beta/k - \delta - r)$.

En croissance équilibrée, le taux d'accumulation est égal au taux de profit net moins le produit du taux d'endettement par l'écart entre le taux d'intérêt et d'accumulation : $g_K = \beta/k - \delta - \theta(r - g)$. Si le taux d'intérêt est inférieur au taux d'accumulation, le taux d'accumulation peut être supérieur au taux de profit ; si le taux d'intérêt devient supérieur au taux d'accumulation, le taux d'accumulation devient inférieur au taux de profit.

(17) Selon l'importance des effets revenu et substitution, m peut être une fonction croissante ou décroissante du taux d'intérêt réel. Pour simplifier, nous avons supposé ici qu'il n'en dépendait pas.

(18) On suppose de plus que les entreprises n'investissent jamais au-delà du capital correspondant au plein-emploi de la main-d'œuvre et qu'il n'y a pas de substitution possible capital/travail.

La condition d'équilibre sur le marché des biens s'écrit :

$$C/y + k(g + \delta) + d = 1.$$

La demande privée globale est une fonction croissante du patrimoine des ménages et décroissante de l'endettement des entreprises. Le compte de l'État est déterminé par solde, la dette publique est égale à la différence entre le patrimoine des ménages et l'endettement des entreprises.

Ce schéma patrimonial simple rend compte de deux caractéristiques des années récentes relativement aux années soixante-dix : le bas niveau du taux d'épargne des ménages et la hausse du taux d'autofinancement des entreprises. Partons d'une situation équilibrée où le taux de croissance du capital est égal au taux de croissance nécessaire pour maintenir le plein-emploi. Nous nous limiterons ici aux équilibres où le gouvernement régule effectivement la demande de façon à l'amener au niveau de l'offre, celle-ci étant égale au plein-emploi si l'accumulation du capital a été suffisante dans le passé ou lui étant inférieure si les entreprises n'ont pas assez investi en raison de la contrainte de financement.

Supposons tout d'abord que les prix et les salaires sont exogènes. Le gouvernement dispose *a priori* de quatre instruments. Nous supposerons qu'il utilise le taux d'imposition sur les ménages pour réguler le niveau de la demande (les dépenses publiques étant fixes et déterminées par des considérations d'utilités microéconomiques). Par hypothèse, le gouvernement a perdu la maîtrise des taux d'intérêt. Toutefois, il peut éventuellement faire varier le taux d'imposition des entreprises [19].

Imaginons que le gouvernement n'utilise que, t_m, le taux d'imposition portant sur les ménages. Il le fait varier de façon à maintenir la demande au niveau des capacités de production. A la suite de la hausse du taux d'intérêt, les ménages augmentent leur consommation, les entreprises réduisent leur investissement. Pour stabiliser le niveau de production, le gouvernement doit réduire le taux d'imposition portant sur les ménages (tableau 3, graphique 6). Son déficit augmente aussi en raison de l'augmentation de ses charges d'intérêt. Cette politique permet de stabiliser à court terme le niveau de production, mais l'équilibre est obtenu avec une consommation plus forte et un investissement plus faible que dans le sentier de croissance initiale. A moyen terme, ce bas niveau d'investissement entraîne un ralentissement de la croissance des capacités de production, donc de la production. Le taux d'imposition doit donc augmenter pour réduire le niveau de la demande. Toutefois, la dette publique reste importante. La croissance étant insuffisante, le taux de chômage croît sans cesse. Au départ de cette évolution, le taux d'épargne des ménages est bas, la dette et le déficit publics importants, l'observateur pourrait donc conclure à un déficit d'épargne, mais il n'en est rien : le problème réside dans un déficit d'investissement, dû à un taux d'intérêt trop élevé.

(19) En raison de la simplicité du modèle, il n'y a pas de différences entre un impôt sur la valeur ajoutée, sur les bénéfices, sur le capital ou sur les salaires.

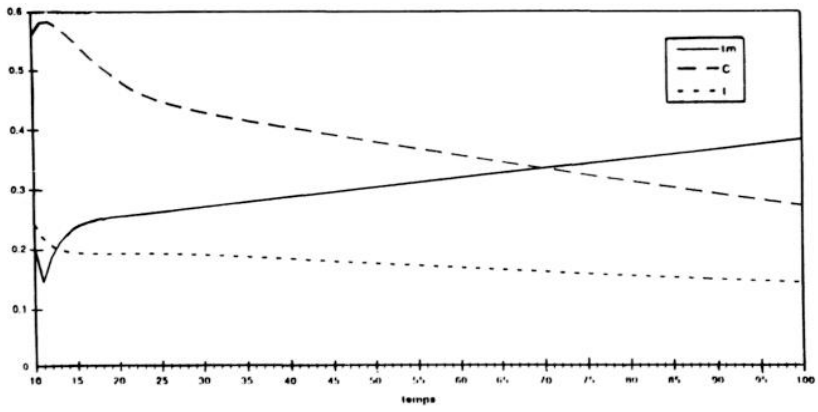
3. Impact d'une hausse de 2 points du taux d'intérêt réel Prix et salaires rigides

	Situation initiale	Politique de demande			Politique de demande et d'offfre		
Au bout de...		1 an	5 ans	10 ans	1 an	5 ans	Equilibre de LT
Production	1 000	1 000	942,5	878,7	1 000	1000	1000
Consommation	559,4	580,8	547,8	485,7	559,4	559,4	559,4
Investissement	240,6	219,2	194,8	193,0	240,6	240,6	240,6
Richesse des ménages	700	729,7	651,4	546,2	695,2	686,4	682,6
Dette des entreprises	500	489,2	399,8	321,0	486,7	446,3	373,5
Dette publique	200	240,5	251,5	225,2	208,5	240,1	309,1
Déficit public	14,3	54,6	12,1	14,3	23,3	24,4	23,0
Taux d'intérêt reél	4	6	6	6	6	6	6
t_m	0,201	0,147	0,236	0,255	0,228	0,223	0,221
t_e	0,059	0,059	0,084	0,084	0,036	0,041	0,051

t_m est le taux d'imposition sur les ménages, t_e le taux d'imposition sur les entreprises.

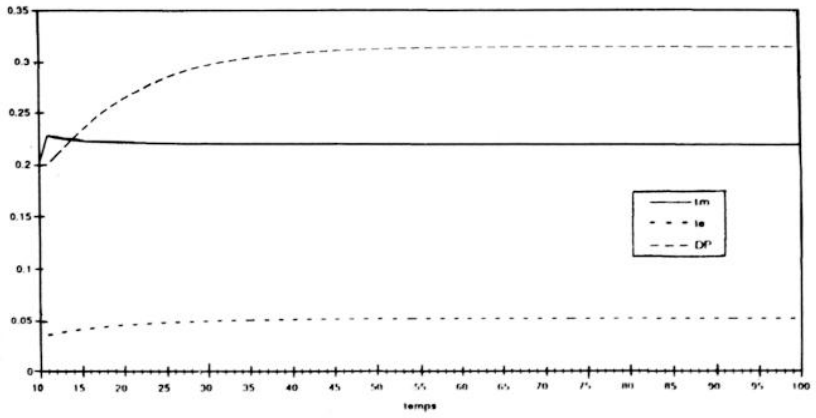
Les dépenses publiques valent 200. Nous avons pris $\gamma = 4$.

Dans le compte central, le taux d'inflation est de 3 %, le taux de croissance de 4 %. Les valeurs données pour la production, la consommation et l'investissement, les stocks d'actifs et de dettes sont déflatés de l'inflation et de la croissance tendancielle.



6. Evolution du taux d'imposition sur les ménages, de la consommation C et de l'investissement I après un choc de taux d'intérêt en t = 11 dans le modèle à prix fixes

Pour stabiliser parfaitement l'économie, les autorités doivent disposer de deux instruments, l'un pour contrôler la demande ; l'autre (le taux d'intérêt ou sinon les impôts sur les entreprises) pour contrôler l'offre. Imaginons donc que, à la suite de la hausse des taux d'intérêt, l'Etat réduise les impôts portant sur les entreprises pour que celles-ci maintiennent leurs investissements. Ceci revient à ce qu'il prenne en charge la hausse des frais financiers portant sur les entreprises, ainsi que le supplément de profit nécessaire résultant du désir de celles-ci de se désendetter. Par contre, il augmente les impôts portant sur les ménages pour éviter que ceux-ci n'augmentent leur consommation. En somme, les impôts sur les ménages augmentent donc du montant d'intérêt supplémentaire que ceux-ci reçoivent. Cette politique permet le maintien en permanence du plein-emploi à moyen-terme. Par contre, en croissance équilibrée, l'Etat doit avoir un déficit plus fort et une dette supplémentaire qui correspond au désendettement désiré par les entreprises (tableau 3, graphique 7). Ce « déséquilibre » des finances publiques permet donc de maintenir l'équilibre macroéconomique. Ceci se fait au détriment des travailleurs dont les impôts augmentent, mais le plein-emploi est maintenu. La hausse des taux profite aux rentiers. Pour les entreprises, la baisse des impôts compense la hausse des taux d'intérêt.



7. Evolution du taux d'imposition des ménages, du taux d'imposition sur les entreprises et de la dette publique après un choc de taux d'intérêt en t = 11 dans le modèle à prix fixes.

En quoi la nécessité d'une politique budgétaire active est-elle modifiée par la prise en compte des mouvements des prix et des salaires ?

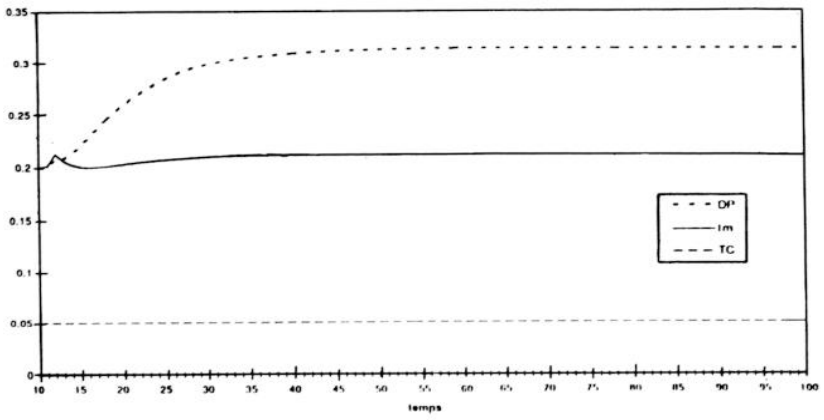
Supposons que les entreprises aient un prix désiré tel que le profit désiré soit juste celui qui permette de financer l'investissement nécessaire. On a donc :

$$(7) \quad p^d = \frac{1}{1 - t_c} \left[wN + (\delta + g_k)pK + (r - g)\, cpK - \mu(\theta - c)pK) \right] / Y$$

Si les entreprises égalisent à chaque instant leur prix au prix désiré tandis que les salaires nominaux sont exogènes (donc non-indexés), les entreprises ont en permanence le profit nécessaire. L'Etat n'a donc pas besoin de modifier les impôts portant sur les entreprises. A la suite de la hausse du taux d'intérêt, les entreprises augmentent fortement leurs prix. Le salaire réel diminue de 3,4 %. Par la suite, les entreprises ajustent progressivement leur endettement à l'endettement désiré. Une fois celui-ci atteint, le profit désiré par les entreprises est plus faible qu'immédiatement après le choc (mais plus fort que dans le compte central) : le salaire réel se stabilise donc à 1,2 % en dessous du niveau de référence (tableau 4, graphique 8). Au départ, la consommation des ménages est réduite par la baisse du salaire réel. Quand celui-ci remonte, l'Etat doit augmenter les impôts portant sur les ménages. A terme, la croissance équilibrée correspond à une situation où la dette de l'Etat est plus forte, ceci compensant la baisse de l'endettement des entreprises. L'ajustement des prix diminue la nécessité pour l'Etat de pratiquer une politique fiscale de soutien du profit des entreprises. Toutefois, il doit toujours gérer la demande et il doit toujours accepter une hausse de la dette publique. La rigidité des salaires face à la parfaite flexibilité des prix permet le maintien du plein-emploi, mais les travailleurs doivent accepter que leur salaire réel dépende uniquement des besoins de l'accumulation du capital et du niveau du taux d'intérêt.

4. Impact d'une hausse de 2 points du taux d'intérêt réel
Prix parfaitement flexibles et salaires rigides

Au bout de...	Situation initiale	1 an	5 ans	10 ans	Equilibre de LT
Production	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Consommation	559,4	559,4	559,4	559,4	559,4
Investissement	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6
Richesse des ménages	700	695,4	675,7	681,0	682,7
Dette des entreprises	500	486,9	446,3	414,3	367,6
Dette publique	200	208,5	229,4	266,7	315,2
Déficit public	14,3	30,9	24,9	24,8	22,8
Salaire réel	1	0,966	0,975	0,981	0,989
Taux d'inflation	3,0	6,6	2,8	2,9	3,0
Taux d'intérêt reél	4	6	6	6	6
t_m	0,201	0,201	0,200	0,203	0,212



8. Evolution du taux d'imposition sur les ménages, du taux de chômage TC et de la dette publique DP après un choc de taux d'intérêt en t = 11 dans le modèle à prix parfaitement flexibles et salaires fixes

Introduisons maintenant l'hypothèse plus réaliste que les salaires évoluent selon une courbe de Phillips, avec une indexation sur les prix parfaite mais retardée, et un effet du taux de chômage :

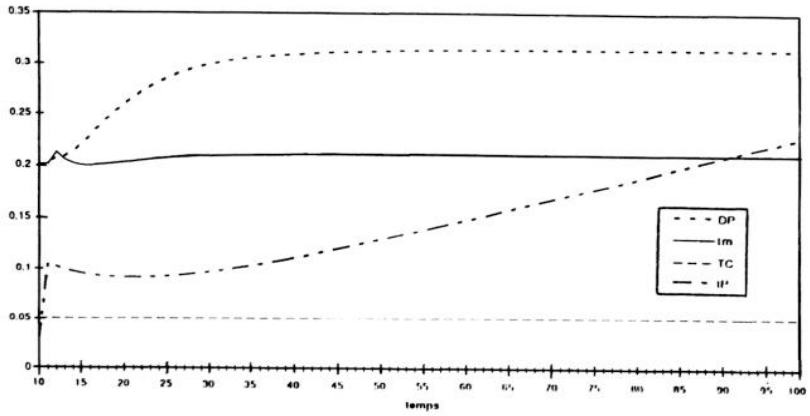
$$(8) \qquad \dot{w} = 0,5\,\dot{p} + 0,5\,\dot{p}_{-1} - n(u - \bar{u})$$

$$\text{avec } n = 0,25$$

Comme les prix s'ajustent immédiatement, les entreprises ont toujours le profit désiré ; elles peuvent donc investir et l'économie reste sur son sentier de plein-emploi. Par contre, l'inflation accélère comme l'écart entre le salaire désiré par les travailleurs (fixe ici puisque le taux de chômage reste à son niveau naturel) et le salaire effectif (tableau 5, graphique 9). Elle ne se stabilise donc pas à terme. La lutte contre l'inflation ne peut alors passer par une hausse des taux d'intérêt, puisque c'est précisément la hausse des taux qui est responsable de l'inflation. Elle nécessite, soit une baisse des taux, soit une baisse du taux d'imposition portant sur les entreprises.

5. Impact d'une hausse de 2 points du taux d'intérêt réel
Prix parfaitement flexibles et courbe de Phillips

Au bout de...	Situation initiale	1 an	5 ans	10 ans	40 ans
Production	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Consommation	559,4	559,4	559,4	559,4	559,4
Investissement	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6
Richesse des ménages	700	695,4	675,7	681,0	682,7
Dette des entreprises	500	486,9	446,3	414,3	367,6
Dette publique	200	208,5	229,4	266,7	315,2
Déficit public	14,3	39,3	39,8	42,2	49,8
Salaire réel	1	0,966	0,975	0,981	0,989
Taux d'inflation	3,0	10,6	9,6	9,1	11,1
Taux d'intérêt reél	4	6	6	6	6
t_m	0,201	0,201	0,200	0,203	0,212



9. Evolution du taux d'imposition des ménages, du taux de chômage TC, de la dette publique DP et du taux d'inflation tP après un choc de taux d'intérêt en t = 11 dans le modèle à prix parfaitement flexibles et courbe de Philipps

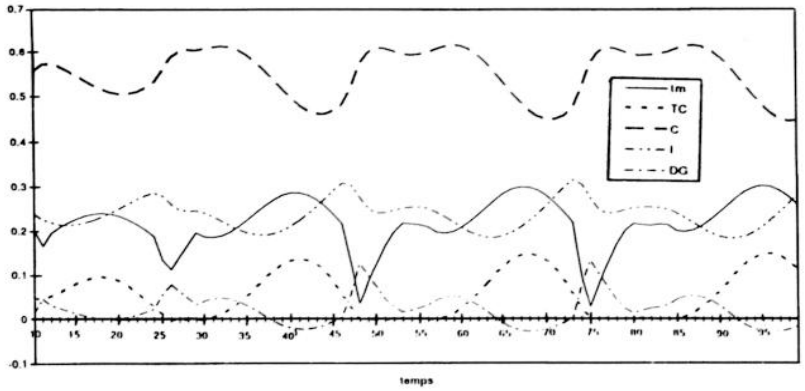
Enfin, le cas le plus réaliste (voir Debonneuil et Sterdyniak (1984)) combine une fixation des salaires selon une courbe de Phillips et un ajustement lent des prix au prix désiré selon :

$$(9) \qquad p = (p^d)^v (p_{-1})^{1-v} \text{avec } v = 0,5$$

Dans cette configuration, l'économie connaît une évolution cyclique (tableau 6, graphique 10) à la Goodwin (1967). En effet, compte-tenu de la politique budgétaire de régulation de la demande, la production est toujours égale à la capacité de production. La hausse du taux d'intérêt amène les entreprises à réduire leurs investissements ; ceci entraîne une baisse de l'accumulation du capital, donc une hausse du chômage ; celle-ci fait baisser le taux de salaire réel. Quand le salaire réel est suffisamment faible (soit, au bout de 7 ans), l'accumulation reprend. Ceci permet une remontée de la production (au bout de 9 ans) qui retrouve (au bout de 13 ans) le niveau correspondant au taux de chômage naturel. A ce point, le salaire réel augmente comme la productivité du travail, mais à partir d'un bas niveau. Le fort niveau des profits entraîne une poursuite

6. Impact d'une hausse de 2 points du taux d'intérêt réel
Ajustement lent des prix et courbe de Phillips

Au bout de...	Situation initiale	1 an	5 ans	8 ans	16 ans
Production	1 000	1 000	965,0	950,8	1 052,6
Consommation	559,4	572,6	548,8	517,2	589,0
Investissement	240,6	227,4	216,2	233,7	263,7
Richesse des ménages	700	717,7	654,7	598,9	703,6
Dette des entreprises	500	488,4	417,6	384,5	427,0
Dette publique	200	228,3	237,1	214,4	276,6
Déficit public	14,3	50,0	8,0	1,7	81,5
Salaire réel	1	0,987	0,984	0,969	0,962
Taux d'inflation	3,0	5,9	3,2	0,4	2,6
Taux d'intérêt reél	4	6	6	6	6
t_m	0,201	0,167	0,229	0,242	0,113



10. Evolution du taux d'imposition des ménages, du taux de chômage TC, de la consommation C, de l'investissement I et du déficit public global DG après un choc de taux d'intérêt en t = 11 dans le modèle à ajustement lent des prix et courbe de Phillips

à un rythme élevé de l'accumulation du capital : au bout de 16 années, l'économie se heurte au plein-emploi. A ce moment, les salaires réels augmentent fortement, le profit diminue, donc l'investissement, et l'économie repart pour un nouveau cycle.

Ces modèles patrimoniaux nous ont permis d'illustrer quelques points significatifs. La hausse du taux d'intérêt par rapport au taux de croissance a aussi des conséquences importantes pour l'équilibre des agents privés : on ne peut en discuter l'impact sur les finances publiques sans tenir compte du comportement des ménages et des entreprises. En tout état de cause, elle nécessite une hausse du poids de la dette publique, qui correspond à la baisse de l'endettement des entreprises. Si l'on ne veut pas se résigner à des évolutions non-satisfaisantes (hausse continuelle du chômage ou de l'inflation ou fortes fluctuations), une politique budgétaire active doit compenser la perte de contrôle de la politique monétaire.

Conclusion

On peut écarter globalement la vision classique selon laquelle la hausse des déficits et des dettes publics en Europe serait la cause essentielle des taux d'intérêt réels élevés et de la montée du chômage. Cette thèse n'a guère de sens dans la situation de demande insuffisante qu'a en règle générale connue l'Europe depuis 1981. La hausse des déficits publics est apparue nécessaire pour soutenir l'activité et l'accumulation du capital, dans un contexte où du fait de la libéralisation financière, de la non-coordination des politiques monétaires, de l'indépendance des Banques centrales, des contraintes du SME pour certains pays d'Europe, les Etats ont perdu la maîtrise des taux d'intérêt. Retrouver cette maîtrise est alors l'enjeu crucial.

Références bibliographiques

AGLIETTA M., V. COUDERT et B. MOJON (1993) : « Déflation financière : les leçons de l'histoire », *Lettre du CEPII,* mars.

ARTUS P. (1991) : *Epargner, Investir et Croître,* Rapport du groupe « Allocation Internationale de l'Epargne », Commissariat Général du Plan, juin.

ARTUS P. et J.P. FITOUSSI (1989) : « Fondements de la politique budgétaire : quelques développements récents », *CDC, Document de travail* n° 23, septembre.

ARTUS P. et H. STERDYNIAK (1980) : « Comportements des entreprises et modèles macroéconomiques », *Annales de l'INSEE,* n° 40.

BARRO R.J. (1974) : « Are government bonds net wealth ? », *Journal of Political Economy,* 82, November/December

BEGG D., P.-A. CHIAPPORI, F. GIAVAZZI, C. MAYER, D. NEVEN, L. SPAVENTA, X. VIVES, et C. WYPLOSZ (1991) : *Monitoring European Integration, the making of Monetary Union,* CEPR.

BISMUT C. (1993) : « Les taux d'intérêt réels et l'équilibre entre l'épargne et l'investissement », dans ARTUS P., C. BISMUT et D. PLIHON (eds.), *L'épargne,* Collection Economie, PUF.

BLANCHARD O.J. (1990) : « Suggestions for a new set of fiscal indicators », *OECD,* Dpt of Economics and Statistics, *Working Paper* n° 79, April.

BLANCHARD O.J., J.C. CHOURAQUI, R.P. HAGEMANN et N. SARTOR (1990) : « La soutenabilité de la politique budgétaire : nouvelles réponses à une question ancienne », *Revue Economique de l'OCDE,* n° 15, automne.

BLEJER M.I. et A. CHEASTY (1991) : « The measurement of fiscal deficits : analytical and methodological issues », *Journal of Economic Literature,* vol. 29, n° 4, December.

BLINDER A.J. et R.M. SOLOW (1973) : « Does fiscal policy matter ? », repris dans A.J. Blinder (ed.), *Macroeconomics under debate* (1989), Hemel Hempstead : Harvester Wheatsheaf.

BLINDER A.J. et R.M. SOLOW (1976) : « Does fiscal policy still matter ? A reply », *Journal of Monetary Economics,* November.

BOVENBERG A.L., J.J.M. KREMERS et P.R. MASSON (1991) : « Economic and Monetary Union in Europe and constraints on national budgetary policies », *IMF Staff Papers,* vol. 38, n° 2, June.

BUITER W.H. (1990) : « The arithmetic of solvency », dans *Principles of budgetary and financial policy,* Harvester Wheatsheaf.

BUITER W.H. (1992) : « Should we worry about the fiscal numerology of Maastricht ? », *CEPR Discussion Paper Series,* n° 668, June.

BUITER W.H., G. CORSETTI et N. ROUBINI (1993) : « Excessive deficits : sense and nonsense in the Treaty of Maastricht », *Economic Policy,* n° 16.

BUITER W.H. et K.N. KLETZER (1991) : « Reflections on the fiscal implications of a common currency », dans A. GIOVANNINI et C. MAYER (eds.), *European Financial Integration,* CEPR, Cambridge University Press.

CAPOËN F., H. STERDYNIAK et P. VILLA (1994) : « L'indépendance de la Banque Centrale, politique budgétaire et monétaire : une approche stratégique », *Observations et Diagnostics Economiques,* n° 50.

CHRIST C.F. (1968) : « A simple macroeconomic model with a government budget constraint », *Journal of Political Economy,* vol. 76.

CHRIST C.F. (1969) : « A model of monetary and fiscal policy, effects on the money stock, price level, and real output », *Journal of Money, Credit, and Banking,* vol. 1, n° 4, November.

CHRIST C.F. (1978) : « Some dynamic theory of macroeconomic policy effects on income and prices under the government budget restraint », *Journal of Monetary Economics*, 4.

CHRIST C.F. (1979) : « On fiscal and monetary policies and the government budget constraint », *The American Economic Review*, vol. 69, n° 4, September.

COMMISSION EUROPÉENNE (1993) : « Les potentialités de croissance et d'emploi dans la Communauté jusqu'à l'an 2000 », *Economie Européenne*, n° 54.

CORSETTI G. et N. ROUBINI (1991) : « Fiscal deficits, public debt, and government solvency : evidence from OECD countries », *Journal of the Japanese and International Economies*, 5.

DEBONNEUIL M. et H. STERDYNIAK (1984) : « La boucle prix-salaires dans l'inflation », *Revue Economique*, vol. 35, n° 2, mars.

DE HAAN J. et C.L.J. SIERMANN (1993) : « The intertemporal government budget constraint : an application for the Netherlands », *Public Finance*, vol. 48, n° 2.

DELESSY H., F. LERAIS, S. PARIS-HORVITZ et H. STERDYNIAK (1993) : « Après Maastricht : quelles politiques économiques en Europe ? », *Observations et Diagnostics Economiques*, n° 43, janvier.

EISNER R. (1984) : « Which budget deficit ? Some issues of measurement and their implications », *The American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 74, n° 2, May.

EISNER R. (1986) : *How real is the federal deficit ?*, NY : Free Press.

EISNER R. et P. PIEPER (1984) : « A new view of the federal debt and budget deficits », *The American Economic Review*, vol. 74, n° 1, March.

EVANS P. (1985) : « Do large deficits produce high interest rates ? », *The American Economic review*, vol. 75, n° 1, March.

GIORNO C., P. RICHARDSON, D. ROSEVEARE et P. van den NOORD (1995) : « Estimating potential output, output gaps and structural budget balances », *Working Paper*, n° 152, *OECD Economics Dpt.*

GIOVANNINI A. et L. SPAVENTA (1991) : « Fiscal rules in the European Monetary Union : a no-entry clause », *CEPR Discussion Paper Series n° 516*, January.

GOODWIN R.M. (1967) : « A growth cycle », dans R.M. GOODWIN (ed.), *Essays in Economic Dynamics*, MacMillan, 1982.

GROUPE INTERNATIONAL DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE (1992) : *La désinflation compétitive, le mark et les politiques budgétaires en Europe*, Le Seuil, Paris.

HAMILTON J.D. et M.A. FLAVIN (1986) : « On the limitations of government borrowing : a framework for empirical testing », *The American Economic Review*, vol. 76, n° 4, September.

INFANTE E.F. et J.L. STEIN (1976) : « Does fiscal policy matter ? », *Journal of Monetary Economics*, 2.

JONDEAU E. (1992) : « La soutenabilité de la politique budgétaire », *Economie et Prévision*, n° 104.

KEYNES J.M. (1936) : *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Petite Bibliothèque Payot, traduction française.

LORDON F. (1994) : « Marchés financiers, crédibilité et souveraineté », *Observations et Diagnostics Economiques*, n° 50, juillet.

DE LEEUW F. ET T.M. HOLLOWAY (1985), « The measurement and significance of the cyclically adjusted federal budget and debt », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol.17, n° 2, May.

MACKENZIE G.A. (1989) : « Are all summary indicators of the stance of fiscal policy misleading ? », *IMF Staff Papers*, vol. 36, n° 4, December.

MALINVAUD E. (1983) : *Essais sur la théorie du chômage,* Calmann Lévy.

MASSON P.R. (1985) : « The sustainability of fiscal deficits », *IMF Staff Papers,* vol. 32, n° 4, December.

NUNES J. et L. STEMITSIOTIS (1993) : « Budget deficit and interest rates : is there a link ? », *Economic Papers,* Commission of the European Communities, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, n° 105, November.

PHELPS E.S. (1990) : *Seven schools of macroeconomic thought,* chapitre 7, Clarendon Press, Oxford.

PHELPS E.S. (1994) : *Structural Slumps : the Modern Equilibrium Theory of Unemployment, Interest and Assets,* Harvard University Press.

PLIHON D. (1993) : « Le statut ambigu de la politique budgétaire dans le traité de l'Union », *Cahiers Economiques et Monétaires,* Banque de France, n° 42.

PRICE R.W.R. et P. MULLER (1984) : « Indicateurs budgétaires structurels et interprétation de l'orientation de la politique budgétaire des pays de l'OCDE », *Revue Economique de l'OCDE,* n° 3, automne.

RAPPORT DELORS (1989) : *Rapport sur l'Union Economique et Monétaire dans la Communauté Européenne,* Bureau des publications officielles de la Communauté Européenne, Luxembourg, avril.

SARGENT T.J. et N. WALLACE (1981) : « Some unpleasant monetarist arithmetic », *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis,* vol. 5, Fall.

SPAVENTA L. (1987) : « The growth of public debt : sustainability, fiscal rules, and monetary rules », *IMF Staff Papers,* vol. 34, n° 2, June.

SPIRO P.S. (1987) : « The elusive effect of fiscal deficits on interest rates, Comment on Tanzi », *IMF Staff Papers,* vol. 34, n° 2, June.

TANZI V. (1985) : « Fiscal deficits and interest rates in the United States », *IMF Staff Papers,* vol. 32, December.

TANZI V., M.I. BLEJER et M.O. TEIJEIRO (1987) : « Inflation and the measurement of fiscal deficits », *IMF Staff Papers,* vol. 34, n° 4, December.

TREHAN B. et C.E. WALSH (1988) : « Common trends, the government budget constraint, and revenue smoothing », *Journal of Economic Dynamics and Control,* 12.

TREHAN B. et C.E. WALSH (1991) : « Testing intertemporal budget constraints : theory and applications to US Federal budget and current account deficits », *Journal of Money, Credit, and Banking,* vol. 23, n° 2, May.

WICKENS M.R. (1992) : « The sustainability of fiscal policy and the Maastricht conditions », *SPES Evaluation Conference,* European University Institute, Florence, 27-28 november.

WILCOX D.W. (1989) : « The sustainability of government deficits : implications of the present-value borrowing constraint », *Journal of Money, Credit, and Banking,* vol. 21, n° 3, August.

WYPLOSZ C. (1990) : « Les implications budgétaires de l'Union monétaire », *Observations et Diagnostics Economiques,* n° 33, octobre.

WYPLOSZ C. (1992) : « La France et sa politique économique en UEM », *Economie Prospective Internationale,* n° 52, 4e trimestre.

ZEE H.H. (1988) : « The sustainability and optimality of government debt », *IMF Staff Papers,* vol. 35, n° 4, December.