

# Les finances publiques dans la tourmente : une analyse des problématiques actuelles à la lumière des expériences passées

Carine Bouthevillain<sup>1</sup>, Gilles Dufrénot<sup>2</sup>

Les questions relatives aux finances publiques, longtemps restées l'apanage des spécialistes, sont désormais au cœur des préoccupations des gouvernements de nombreux pays. En effet, la crise économique et financière a fait apparaître de larges déséquilibres des comptes publics, dont certains, comme dans le cas de la France, étaient latents jusque là. Cet article se propose de montrer en quoi la situation actuelle est préoccupante, comment elle s'est construite et, à la lumière d'expériences passées, quelles sont les stratégies susceptibles de conduire au désendettement public et au retour à la soutenabilité des finances publiques. Nous centrons notre attention sur l'évolution des ratios de dette, notamment dans le cas de la France où il a considérablement augmenté depuis la fin des années quatre-vingt-dix. Nous expliquons ensuite pour quelles raisons un pays ne peut conserver des niveaux de dette élevés. L'une des conséquences les plus graves d'un emballement de la dette est qu'elle peut déboucher sur des défauts de paiements. Ce cas de figure s'est, malheureusement, présenté historiquement et un certain nombre de pays ont dû faire face à des programmes de restructurations de leur dette nationale. Ceci nous conduit à nous intéresser aux leviers dont dispose un pays pour sortir d'une situation d'emballement de la dette, la consolidation budgétaire étant un moyen souvent privilégié. A cet égard, nous donnons des exemples de consolidations réussies. Le cadre nécessairement limité d'un article ne nous permet pas d'aborder d'autres thématiques tout aussi importantes, comme par exemple les débats actuels sur les règles budgétaires, les questions relatives aux problèmes de soutenabilité des finances publiques. Mais ces sujets ont été abondamment traités par ailleurs dans la littérature.

## 1.- La situation actuelle : des ratios de dette historiquement élevés en temps de paix

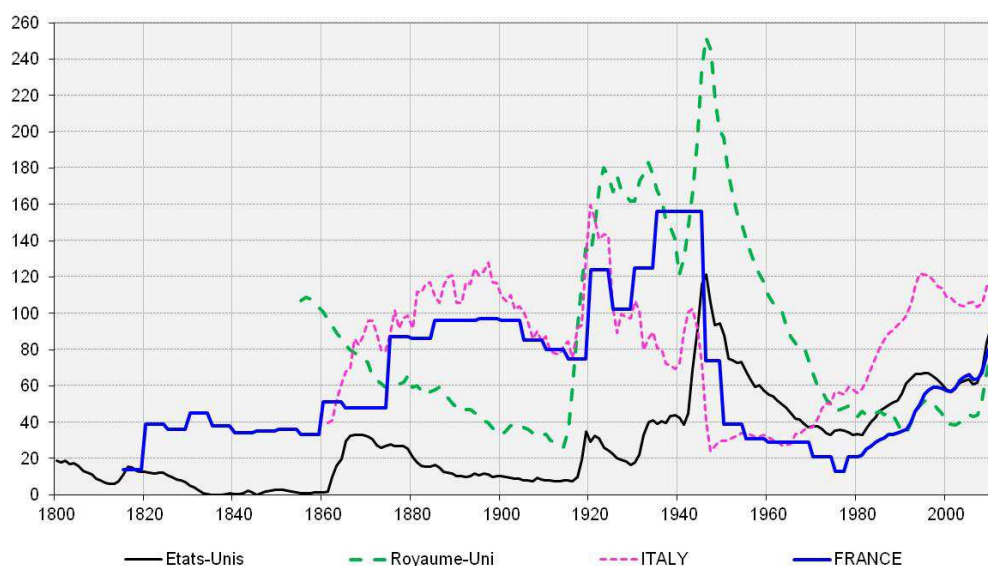
La France, comme nombre de ses partenaires européens ou d'autres grands pays industrialisés, se trouve confrontée à des déséquilibres budgétaires d'une ampleur inédite en temps de paix. Il était usuel de voir des ratios très élevés, nettement supérieurs à 100% du PIB en période de guerre, mais jamais une fois la paix rétablie.

---

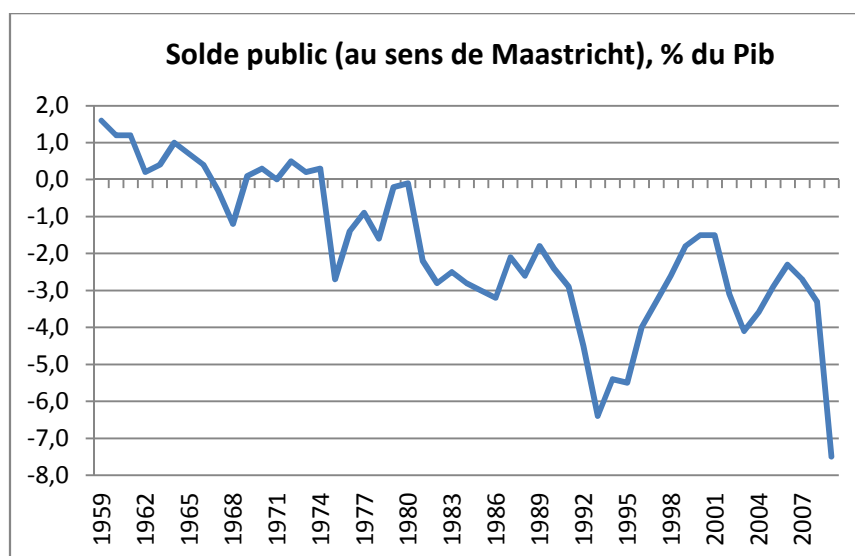
<sup>1</sup> Économiste.

<sup>2</sup> Enseignant-Chercheur à l'Université d'Aix-Marseille.

Dettes publiques (en % du PIB) 1800-2011



Si la crise mondiale est à l'origine d'une part non négligeable de ces déséquilibres, elle ne peut toutefois pas être rendue responsable d'une situation qui lui préexistait dans plusieurs pays. Dans le cas de la France, c'est principalement en raison de l'insuffisante maîtrise des dépenses publiques et d'une politique budgétaire pro-cyclique en phase haute du cycle d'activité que les dérives sont apparues depuis 30 ans. Il faut remonter à 1974 pour voir un excédent budgétaire. Depuis cette date, la chronique ininterrompue de déficits publics, plus ou moins importants selon la phase du cycle d'activité dans laquelle on se situait, a conduit à augmenter constamment le poids de la dette publique dans le PIB.



Ainsi, juste avant la crise de 2008, la France se trouvait déjà dans une situation fragile avec un ratio de dette de 63.8% du PIB, supérieur au seuil autorisé par le Traité de Maastricht. Alors que le ratio de dette était limité à environ 20% du PIB en 1980 et environ 30% du PIB en 1990, il a connu une première vive accélération sous le coup des conséquences de la récession de 1993 pour atteindre 60% en 1997. Depuis cette date, peu d'efforts ont été fournis pour diminuer le ratio d'endettement. C'est dans ce contexte que la crise actuelle est intervenue, portant en 2009 le déficit public à plus de 7 points de PIB et la dette française au sens de Maastricht à 78.1%. Ce niveau, quoiqu'élevé ne serait pas alarmant en soi s'il ne

s'inscrivait dans une dynamique auto-entretenu, qui, si aucun ajustement n'est entrepris, porterait rapidement l'endettement public largement au-delà de 120% (cf rapport Champsaur-Cotis d'avril 2010).

#### **Comprendre les concepts**

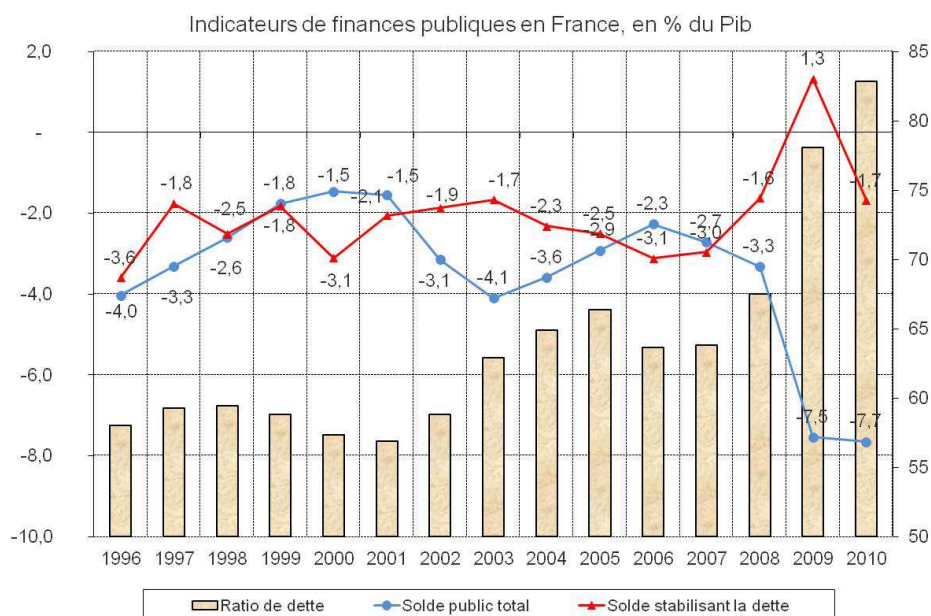
La notion de **déficit public** (ou besoin de financement au sens de la comptabilité nationale) fait référence à un solde annuel négatif du compte des administrations publiques (APU), c'est-à-dire à une situation où les dépenses de l'État, des administrations de sécurité sociale et des collectivités territoriales sont supérieures aux recettes de ces mêmes sous-secteurs. Quand les recettes publiques sont supérieures aux dépenses, on parle d'excédent budgétaire. Déficits ou excédents sont des **flux**, autrement dit des grandeurs économiques mesurées au cours d'une période donnée, ici l'année.

En revanche, la **dette publique** est un **stock**, c'est-à-dire une grandeur économique mesurée à un moment donné. Elle est essentiellement constituée de la somme des déficits publics accumulés au fil du temps. Ainsi, plus un pays enregistre des déficits élevés et récurrents, plus sa dette est importante mais à l'inverse, les excédents budgétaires concourent à la réduction de l'endettement public. Concrètement, quand un gouvernement ne peut financer l'intégralité de ces dépenses par les recettes publiques, il se tourne vers les marchés financiers pour qu'ils lui prêtent de l'argent. L'État émet alors des titres de créance dont la maturité peut varier d'une durée de moins d'un an (Bons du Trésor à taux Fixe ou BTF) à 10 ans ou plus (Obligations Assimilables du Trésor ou OAT). En contrepartie de l'argent qu'ils prêtent à l'État les investisseurs perçoivent chaque année des intérêts ou coupon.

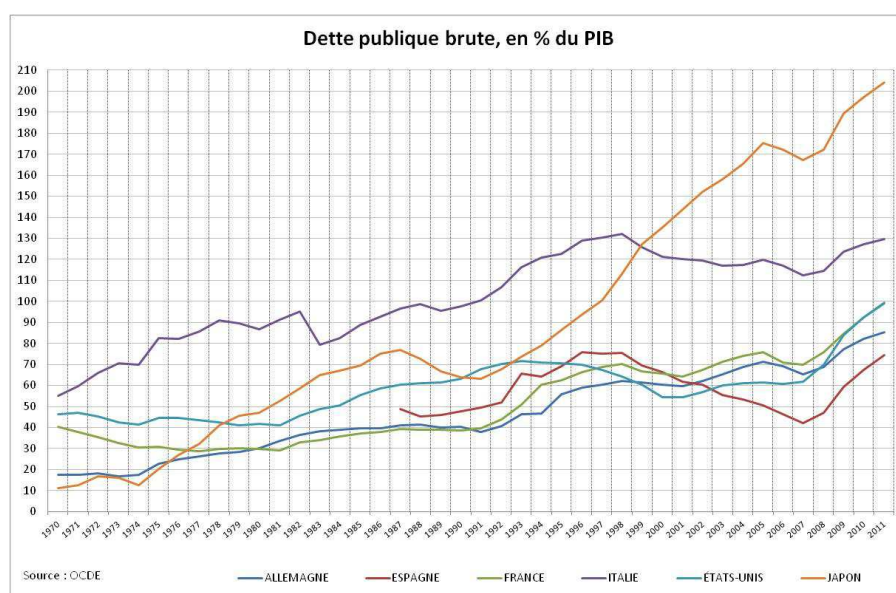
**Déficits et dettes interagissent puisque le flux du déficit public vient alimenter le stock de dette, lequel en retour agit sur le déficit public par l'augmentation d'une dépense spécifique, celle des intérêts versés au titre de la dette passée.** Dette et déficit sont le plus souvent analysés sous forme de ratios en les rapportant au PIB nominal. Cela permet de juger de la situation financière d'un État relativement à la richesse produite chaque année, c'est-à-dire aux ressources permettant de lever l'impôt.

Afin de mesurer la gravité de la situation et compte tenu des interactions entre déficit et dette, on peut aisément calculer un solde public particulier appelé « solde stabilisant » qui correspond au niveau permettant de maintenir le ratio de dette publique au niveau atteint l'année précédente. Ce solde dépend bien sûr du niveau initial de dette publique, mais aussi du taux d'intérêt apparent sur la dette (c'est-à-dire le taux moyen auquel les administrations publiques (APU) se sont endettées) et de la croissance économique. En comparant ce solde stabilisant au solde effectif, on mesure la difficulté qu'un pays peut connaître pour stabiliser son ratio de dette ou le faire diminuer, lorsque celui-ci s'avère excessif. Il est d'ailleurs intéressant de remarquer qu'il n'est pas nécessaire que le solde des APU soit nul (c'est-à-dire qu'il y ait équilibre budgétaire) pour que le ratio de dette soit stabilisé. Un écart favorable entre le taux d'intérêt apparent et la croissance du PIB peut compenser un déficit budgétaire primaire (le solde primaire étant calculé sans tenir compte du remboursement de la charge de la dette). A l'inverse, un écart défavorable entre taux apparent et croissance du PIB n'empêche pas la stabilisation de la dette s'il est compensé par un excédent budgétaire primaire suffisant.

Dans l'exemple français ci-dessous, on voit que le ratio de dette a légèrement diminué entre 1999 et 2001, période pendant laquelle le déficit public était inférieur au solde stabilisant. En revanche, en fin de période, l'explosion de la dette publique correspond à un effet de ciseaux entre les deux soldes. Pour maintenir le ratio de dette à 68% (valeur de 2008), il aurait fallu dégager un excédent budgétaire de 1.3% du PIB en 2009. En réalité, la France a enregistré un déficit de 7.5% du PIB et la dette s'est donc nettement accru en 2009. On voit ainsi l'effort majeur qui est requis pour d'abord stabiliser la dette autour de 80% puis pour amorcer sa diminution.

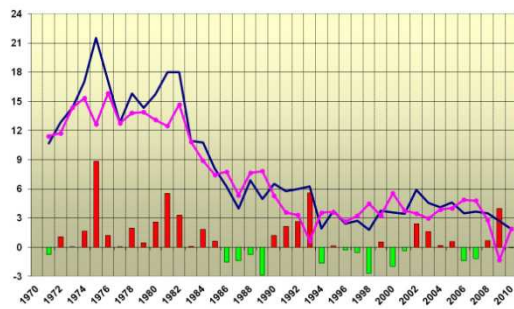


Cette situation n'est pas propre à la France. La plupart des pays développés ont également vu leur ratio de dette croître nettement depuis le 1<sup>er</sup> choc pétrolier et atteindre des niveaux relativement proches à l'arrivée de la crise. Mais la France a ceci de particulier qu'elle se trouvait en position nettement plus favorable que la moyenne européenne pendant une longue période qui s'achève au cours des années 90. Ensuite sa position relative par rapport à ses principaux partenaires s'est sensiblement dégradée. Par ailleurs, la France se caractérise par une très faible capacité à renverser les tendances budgétaires. Autrement dit, le passé montre que, contrairement à certains pays européens ou aux pays anglo-saxons, la France n'a jamais réduit significativement son ratio de dette par le biais d'un contrôle des dépenses publiques, à la faveur par exemple d'une phase conjoncturelle favorable.

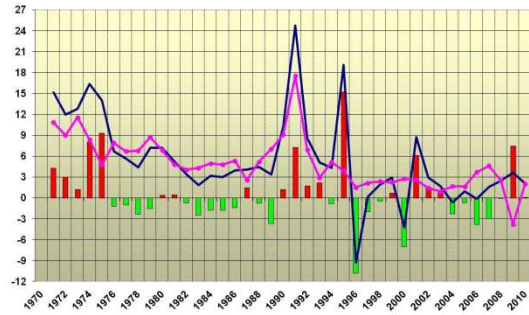


A titre d'exemple, on voit dans les graphiques ci-dessous, que les phases au cours desquelles les dépenses publiques croissent moins vite que le PIB (repérées par les histogrammes verts) sont à la fois peu fréquentes et de faible amplitude. La situation est totalement différente en Allemagne ou encore davantage au Royaume-Uni, pays dans lesquels il existe une « culture » de contrôle des dépenses publiques nettement plus présente qu'en France.

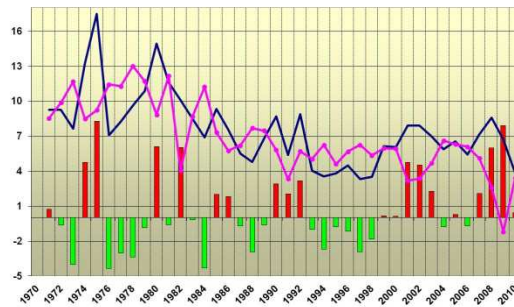
## France



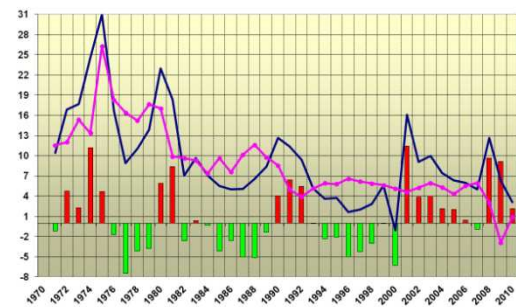
## Allemagne



## Etats-Unis



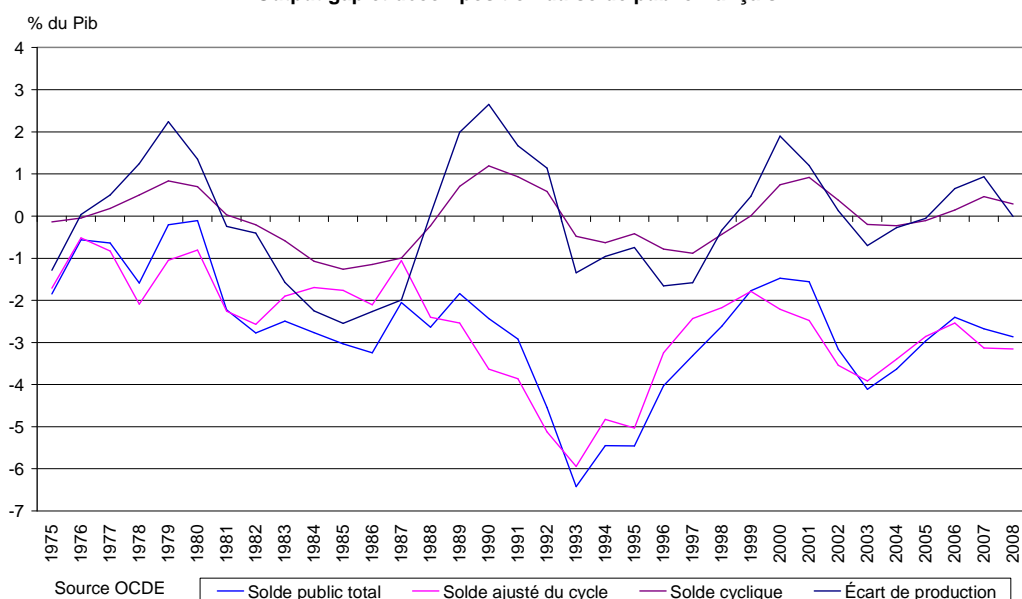
## Royaume-Uni



Une autre façon d'analyser ce phénomène passe par l'étude du solde structurel des administrations publiques. Le solde effectif des administrations publiques est influencé par les fluctuations cycliques de l'économie. En l'absence de mesures gouvernementales, il se creuse en période de ralentissement conjoncturel et se redresse lorsque la conjoncture est favorable. En effet, certaines composantes des comptes publics réagissent automatiquement au cycle économique, en particulier du côté des recettes fiscales. En creux de cycle, les assiettes fiscales (consommation, revenu, profit,...) se contractent et diminuent corrélativement les recettes des administrations publiques, selon une amplitude qui dépend de la valeur des élasticités budgétaires<sup>3</sup>. Dans le même temps, certaines dépenses, essentiellement des transferts sociaux tels que les prestations chômage ou des prestations sociales versées sous condition de ressources augmentent avec le recul de l'activité. C'est le jeu des stabilisateurs automatiques qui permet une stabilisation de la croissance économique par une cyclicité du solde public.

<sup>3</sup> On appelle élasticité budgétaire, le rapport entre la variation d'un impôt et celle de son assiette. Par exemple, si la consommation des ménages augmente de 1%, les recettes de TVA augmenteront elles-aussi de 1%. Dans ce cas, l'élasticité est unitaire, comme c'est le cas pour la plupart des impôts à moyen terme.

### Output gap et décomposition du solde public français



Or, en France, même si les stabilisateurs automatiques sont réputés être relativement importants, il s'avère que la plus grande partie des mouvements observés sur le solde public résultent de facteurs structurels, indépendants de l'influence directe de la conjoncture économique.

La première dérive des comptes publics apparaît lors du premier choc pétrolier, en 1974. En deux ans, le solde public se dégrade de près de 3 points de PIB. Mais la situation initiale étant celle d'un excédent budgétaire, le retour à un solde équilibré s'est fait rapidement. Après le 1<sup>er</sup> choc pétrolier, le solde ajusté du cycle français est resté dans une fourchette d'environ -1 à -2 points de PIB jusqu'en 1988. Ensuite, s'est ouverte une longue période de dégradation, souvent pro-cyclique, qui s'explique essentiellement par le développement de la protection sociale et par le traitement social de la crise de 1993, année au cours de laquelle le déficit public atteint un maximum de 6.4% du PIB. Le redressement qui a suivi est dû au processus d'assainissement des comptes publics nécessaire au respect des critères de Maastricht pour intégrer la zone euro en 1997. La période de forte croissance qui a marqué le début des années 2000 a permis de ramener le solde public à -1.5% du PIB grâce, en partie au jeu des SA, alors même que le solde ajusté du cycle revenait seulement à un niveau équivalent à celui du milieu des années 80, c'est-à-dire de l'ordre de -2% du PIB. Depuis lors, la conjoncture n'a quasiment pas affecté les comptes publics. Il faut attendre la crise financière et économique amorcée mi-2008 pour observer un retour à des soldes publics très dégradés, principalement sous l'effet des SA. Cette chronologie met en évidence le fait que les fluctuations de la conjoncture participent relativement peu aux larges fluctuations des comptes publics et qu'elles ne peuvent en aucun cas permettre un rattrapage des dérives accumulées dans le passé.

Il faut donc utiliser une politique budgétaire discrétionnaire active si l'on veut réduire les déséquilibres des comptes publics.

## 2.- Aucun pays ne peut conserver durablement un ratio de dette élevé et croissant

Dans le domaine des finances publiques, il n'est pas simple de faire apparaître des valeurs ou des seuils à partir desquels on considère que la situation est préoccupante. Les critères de Maastricht (déficits publics limités 3% de PIB et dette publique limitée à 60% de PIB) sont en grande partie conventionnels. Ainsi, l'exemple du Japon montre qu'un pays peut durablement afficher un ratio de dette publique très élevé (proche de 200% du PIB) pour autant que son épargne domestique vienne la financer en abondance. Les États-Unis se trouvent également dans une situation particulière qui résulte de la nécessité pour les pays dont la monnaie est liée au dollar de maintenir leur parité. Ces pays, notamment la Chine ou les pays d'Asie, financent la dette publique américaine et accompagnent la croissance de

celle-ci. En Europe ou au Royaume-Uni, le financement de la dette publique peut s'avérer plus délicat, ce qui oblige ces pays à contrôler leur endettement et sa soutenabilité. Mais il est compliqué de définir des niveaux de déficit ou de dette à partir desquels les marchés perdent confiance et exigent une prime de risque plus élevée sur les titres publics. Toutefois, la spirale de l'endettement peut conduire à instaurer une méfiance durable des marchés et du fait de l'augmentation du taux d'intérêt (prime de risque) exigé par ces derniers pour acheter des titres publics, renforcer le cercle vicieux de la dynamique de la dette (effet boule de neige). Dans des cas extrêmes, on peut en arriver à un défaut de paiement, total ou partiel. C'est cette incertitude sur la fiabilité de certains titres publics qui se matérialise dans les cotes de crédit octroyées par les agences de notation. De plus, dans un ensemble de pays partageant la même monnaie, comme la zone euro, l'augmentation des taux liée à la prime de risque d'un pays peut se diffuser en partie sur les autres pays et créer ainsi des externalités défavorables.

### **2.1.- Est-il alarmant pour un pays de connaître des déficits publics élevés ?**

Pour répondre à cette question, il faut savoir ce que le déficit public vient financer. En effet, l'endettement n'est pas mauvais « en soi ». S'il finance des investissements productifs (éducation, recherche et développement, infrastructures,...), alors la contrepartie de l'emprunt est un actif dont la population profitera à terme. Le grand emprunt lancé par l'État français en 2010 est un exemple d'une dette contractée pour favoriser la croissance future. Il s'agit de financer de gros programmes d'investissement dans des secteurs jugés stratégiques pour l'avenir, notamment la recherche et développement des pôles de compétitivité. Ce n'est donc pas un problème tant que le taux de rendement des investissements publics est supérieur au taux d'intérêt payé pour les financer. L'investissement permet alors de créer des richesses futures qui permettront d'assurer le remboursement des emprunts ayant servi à les financer. En revanche, si le déficit finance des dépenses courantes, telles que les salaires des fonctionnaires ou des prestations sociales, alors cela revient à faire payer par les générations futures des dépenses dont ils ne profiteront pas. Dans ce cas, le déficit peut être considéré comme non acceptable si l'on veut préserver l'équité intergénérationnelle. En tout état cause, la récurrence de déficits publics importants n'est pas souhaitable dès lors que ceux-ci s'accumulent pour former une dette, qu'à son tour il faudra financer en ponctionnant les ressources publiques.

Dans l'exemple français, une partie importante des déficits publics financent, par emprunt, des dépenses courantes des administrations publiques, telles que les salaires des fonctionnaires ou des prestations sociales. Autrement dit, les recettes publiques sont insuffisantes pour financer à la fois les intérêts à payer sur la dette passée, les dépenses de l'année en cours et l'investissement public. C'est ce constat qui fait dire à certains que la France « vit à crédit » et qui rend la situation non soutenable à moyen terme car elle engendre une accumulation permanente qui nourrit le stock de dette.

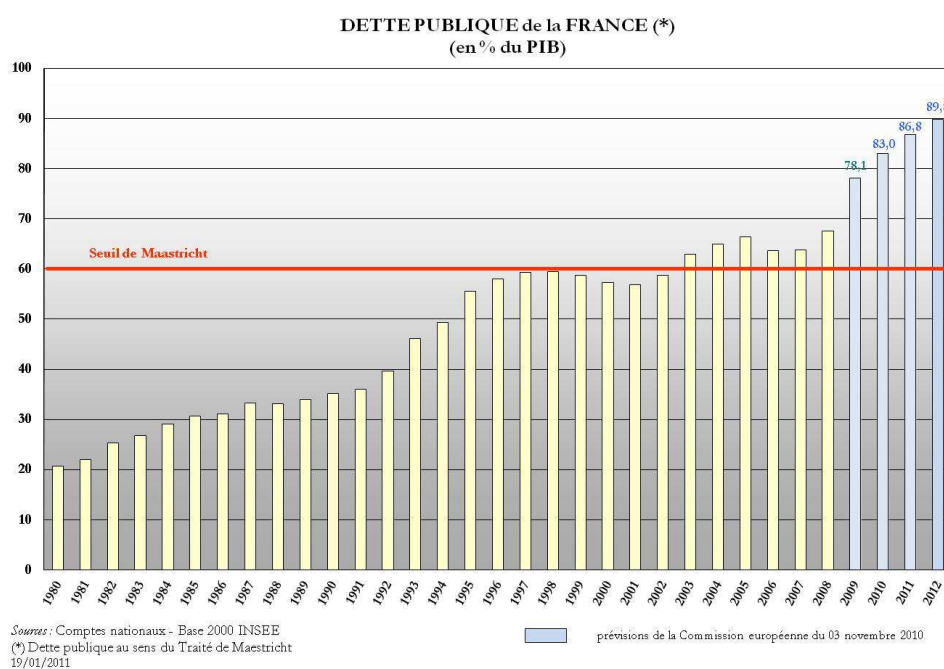
### **2.2.- Est-il alarmant pour un pays d'avoir un ratio de dette élevé ?**

Là encore, la réponse est complexe. Les administrations publiques (essentiellement l'État), comme tous les agents économiques peuvent s'endetter. Elles doivent cependant prévoir le remboursement de leur dette à un coût représenté par le taux d'intérêt apparent sur la dette et à un horizon défini pour chaque emprunt. Cependant, l'État se distingue d'un agent privé par le fait que sa durée de vie est infinie, autrement dit un État est considéré comme ne devant jamais disparaître. Dès lors, il peut reporter indéfiniment sa dette en lançant de nouveaux emprunts lorsque d'autres arrivent à échéance. Ainsi, le remboursement effectif de la totalité de la dette à un moment donné/unique n'a jamais lieu. Ce phénomène est toujours possible tant que l'État peut emprunter à un coût acceptable. Ce coût dépend notamment de la solvabilité de l'État telle que les marchés la perçoivent, c'est-à-dire de sa capacité à lever les ressources nécessaires pour satisfaire les échéances des emprunts qu'il a contractés. Ainsi, tant que la population accepte et peut, par ses impôts d'aujourd'hui et des années à venir, assurer le financement des dépenses, y compris la charge de la dette, la dette est dite soutenable. En revanche, si la chronique des recettes futures ne permet pas d'assurer le financement des dépenses futures, alors la soutenabilité de la dette n'est pas garantie et le pays risque, à terme, une situation de défaut de paiement.

En effet, lorsque le niveau de dette devient excessif, plusieurs dysfonctionnements peuvent se produire.

Tout d'abord, l'effet boule de neige. Cette appellation traduit l'idée que le ratio de dette augmente uniquement par un processus auto-entretenu, la dette se nourrissant d'elle-même. Les conditions économiques (taux d'intérêt apparent sur la dette, croissance économique) font que la dette d'hier crée la dette de demain. Par analogie avec un ménage, tout se passe comme si les revenus des administrations augmentaient moins vite que la charge d'intérêt à payer sur la dette passée. Il faut donc emprunter encore plus pour financer les emprunts du passé. Pour un ménage, cette spirale pernicieuse du crédit conduit généralement au surendettement. Pour une administration, cela a pour conséquence de devoir consolider son budget. Elle peut chercher à diminuer ses dépenses publiques, mais celles-ci présentent, pour la plupart (salaires publics, transferts sociaux, retraites), peu de flexibilité à court terme. Les dépenses les plus flexibles sont celles qui participent au développement de la croissance potentielle (infrastructures, éducation, recherche et développement,...) et il est donc très préjudiciable pour l'avenir de les réduire. L'administration peut également augmenter les prélèvements obligatoires, ce qui augmente les distorsions, mais, surtout si ceux-ci sont déjà élevés se heurter rapidement à une impasse. En effet, le consentement à payer l'impôt peut se réduire voire disparaître et/ou les assiettes des impôts peuvent se réduire au point de ne plus générer assez de rentrées fiscales. Dans ce cas, l'insolvabilité de l'État se déclare, ce qui conduit à l'extrême limite au défaut de paiement partiel ou total.

Avant même d'en arriver à ces extrêmes, une dette excessive induit des pertes de marge de manœuvre pour mener une politique conjoncturelle à court terme. Plus le ratio de dette est élevé, plus la part de la charge de la dette dans les dépenses est élevée et moins l'État peut jouer son rôle de stabilisateur à court terme, notamment en cas de récession et mener une politique budgétaire active de soutien à la croissance et l'emploi à moyen terme. De façon générale, lorsqu'un pays se trouve impliqué dans une progression explosive de sa dette, le phénomène devient rapidement incontrôlable et conduit à des niveaux de dette dont le financement ponctionne toutes les ressources et les marges de manœuvres budgétaires. On arrive rapidement dans une situation de non-soutenabilité de la dette. C'est pourquoi, après la forte progression du ratio de dette liée à la crise amorcée en 2008, la France, comme d'autres pays industrialisés, doit prendre les mesures budgétaires nécessaires pour d'abord stabiliser son ratio de dette puis le ramener à un niveau soutenable. Une défaillance prolongée dans la conduite raisonnée de la politique budgétaire conduit inéluctablement à de situations critiques, telles qu'en connaissent aujourd'hui plusieurs pays de la zone euro.





### 2.3.- Un État peut-il faire faillite ?

Cette question prend tout son sens dans le contexte de la crise amorcée en 2008 et qui a conduit plusieurs pays comme la Grèce ou l'Irlande dans des situations économiques et budgétaires très critiques. En théorie, un État ne peut pas faire faillite comme une entreprise au sens où il n'y a pas de disparition d'un État suite à un surendettement (sauf cas particulier, comme l'Allemagne de Weimar). En revanche, l'État peut se trouver en cessation de paiement au point de ne pas pouvoir rembourser sa dette arrivée à échéance, payer ses fonctionnaires ou ses dépenses courantes. On parle alors de défaut de paiement partiel ou total (c'est ce risque qui est mesuré par les agences de notations au travers de la note qu'elles attribuent à la dette souveraine de chaque pays). Ces situations se sont produites fréquemment dans l'histoire (par exemple, après la révolution en 1789 la France n'a pas été capable de rembourser sa dette et a alors émis des assignats ; mais les porteurs d'assignats perdront leur argent car l'inflation absorbera toute leur valeur; plus récemment, en 1982, le Mexique a connu une crise souveraine qui a été résolue par un accord de rééchelonnement pluriannuel de sa dette, étalant les remboursements sur 14 ans au lieu de 3 ; en 2001, l'Argentine a connu un défaut souverain majeur dont elle est sortie, mais à un prix élevé, grâce à une restructuration massive de sa dette et une dévaluation de sa monnaie. Un autre exemple est celui du défaut russe de 1998. La Russie avait choisi de financer par emprunt des déficits publics toujours plus importants en émettant des titres d'État à court terme (GKO) à des taux de plus en plus élevés. Les GKO étaient achetés par les banques russes et les investisseurs internationaux attirés par la perspective de gains faciles et qu'ils croyaient peu risqués. Asphyxié par une charge d'intérêt exponentielle, l'État russe se plaça finalement en cessation de paiement le 17 août 1998, provoquant la crise financière russe de 1998, et une crise majeure des marchés mondiaux de taux d'intérêt. La très forte dévaluation du rouble vis-à-vis du dollar et les faillites de nombreuses banques du pays ont conduit à une perte de richesse des épargnants et à un appauvrissement massif des classes moyennes.

Ces exemples montrent que les pays qui ont du faire face à une cessation de paiement ont réussi à s'en sortir, parfois au bout de longues années, mais le coût économique et social transitoire est très élevé et est le plus souvent supporté par la population.

#### **Encadré : Crises et restructurations des dettes souveraines**

C'est surtout à partir des années quatre-vingts que se sont manifestées les premières crises sérieuses de dettes souveraines, notamment dans les pays en développement. En effet, jusqu'au deuxième choc pétrolier de 1979, nombre d'entre eux avaient bénéficié de prêts bancaires et de la part d'autres États à des conditions extrêmement favorables (les taux d'intérêt étaient très bas et les taux de croissance élevés). Le choc pétrolier et le retournement conjoncturel du début des années quatre-vingt vont cependant conduire certains pays à déclarer un moratoire sur le remboursement de leurs dettes. Des mesures de restructuration des dettes souveraines sont alors décidées par les créanciers et les institutions financières internationales. Des rééchelonnements de dettes sont d'abord consentis par le Club de Paris qui regroupe les créanciers publics bilatéraux ayant des créances avec d'autres gouvernements. Ainsi, depuis 1983, le club a négocié 412 accords de rééchelonnements conclus avec 87 pays dans le cadre d'accords successifs caractérisés par un assouplissement progressifs des conditions de restructuration (taux d'intérêt, date butoir, durée). Ensuite, le Club de Londres, composé des banques commerciales privées, a renégocié, sur le modèle du Club de Paris, les conditions des créances qu'elles détenaient sur des pays souverains. Mais les accords de rééchelonnement et de refinancement des dettes souveraines menés par ces deux clubs n'ont pas pour autant réduit les crises de dette souveraines, ce qui a conduit à la recherche de nouvelles solutions pour réduire l'encours et le service de la dette. En Amérique Latine, le Plan Brady a consisté à le faire par le biais des marchés financiers. Ainsi, à partir de 1989, le Mexique, le Brésil, l'Argentine et les autres États latino-américains ont eu la possibilité d'échanger les créances existantes contre des

obligations assorties d'une décote, ou sans décote mais à taux d'intérêt fixe, et, de convertir les dettes en actions de sociétés locales. Les institutions financières internationales (le FMI, la Banque Mondiale et la Banque Africaine de Développement) ont également réduit la dette des pays confrontés à des difficultés de remboursement en prenant deux types d'initiatives. A partir de 1996, l'initiative dite initiative PPTe (pays pauvres très endettés) ramène la dette souveraine des pays pauvres à des niveaux soutenables en incluant dans l'assiette des réaménagements la dette multilatérale. En 2005, l'initiative IADM (initiative d'annulation de la dette multilatérale) consiste à annuler purement et simplement l'intégralité de la dette multilatérale due au 1<sup>er</sup> janvier 2005 par les pays les pauvres. La reconstitution de la capacité de remboursement d'un État lourdement endetté s'avère problématique dans les économies en développement et émergentes. On devra sans doute envisager à l'avenir des programmes encore plus ambitieux d'annulation des dettes souveraines. Les forums sociaux internationaux poussent actuellement dans ce sens.

#### **Encadré : L'exemple de la crise grecque**

La Grèce a connu des difficultés budgétaires majeures à partir de fin 2009 pour atteindre un point culminant au printemps 2010. Le pays a été confronté à d'énormes difficultés pour lever des fonds sur le marché obligataire à des taux décents et, partant, s'est exposé à un risque de défaut total. Ces difficultés résultent d'une part d'un comportement budgétaire peu vertueux avant la crise (système de protection sociale trop coûteux, évasion fiscale, statistiques peu fiables,...), d'autre part d'une spirale négative dans laquelle la crise financière puis économique s'est reportée sur les finances publiques (baisse de la croissance, hausse des dépenses publiques par le jeu des stabilisateurs automatiques et des plans de relance face à la crise,...). La Grèce, qui, par le passé, avait déjà accumulé des déficits importants, mais à des taux d'intérêts bas, s'est vu contrainte à emprunter davantage à des taux d'intérêt rendus plus élevés par la crainte des marchés de voir le pays devenir insolvable. Cette perte de confiance s'est concrétisée dans l'abaissement progressif des notations données par les agences, d'abord Standard & Poors, puis Moody's. La Grèce a eu de plus en plus de difficulté à obtenir des emprunts et a dû les payer de plus en plus cher jusqu'à ne plus pouvoir se financer du tout. Une solution a été trouvée grâce à l'aide des autres pays de la zone euro et du FMI qui fournit des crédits à la Grèce en contrepartie d'une série de mesures de consolidation budgétaire drastiques. C'est en mai 2010 qu'a été créé le Fonds européen de stabilité financière afin de permettre le rachat des titres des dettes des pays en difficulté avec la caution collective des États de la zone euro. Le but du sauvetage était, outre d'aider la Grèce, d'éviter que la crise budgétaire devienne systémique c'est-à-dire que la défiance des marchés s'étende à d'autres pays d'Europe et par ricochet à l'euro. La crise grecque est la plus violente qui ait été enregistrée depuis la crise argentine de 2001. Cependant, la résolution de la crise grecque ne peut passer par une dévaluation de la monnaie, comme l'avait fait l'Argentine vis-à-vis du dollar pour faire face aux pressions sociales que les mesures d'austérité imposées par le FMI avaient provoquées. De fait, les sacrifices demandés à la population grecque (baisses de salaires, hausse des taxes,...) sont très élevés et ne garantissent pas pour autant le redressement économique du pays à un horizon relativement rapproché (en Argentine, ce type de mesures avait été suivi en 2001 par la faillite du pays). Cependant, cette étape vers un redressement du pays à moyen-long est impérative et s'avère malgré tout être la solution la moins pénalisante au regard de ce que pourrait coûter la poursuite du développement exponentiel de la dette.

#### **→ Encadré : Le Fonds européen de stabilisation financière (FESF)**

Suite aux graves crises de dettes souveraines qui ont secoué la Grèce et l'Irlande, et afin d'éviter des effets de contagion à l'ensemble de la zone euro, les 27 pays de l'Union européenne ont créé, en 2010, une facilité financière gérée par un fonds dont l'objectif est de venir en aide aux États membres

qui rencontreraient des difficultés graves de solvabilité de la dette. Pour ce faire, le Fonds émet des obligations sur les marchés de capitaux, et, celles-ci sont garanties à hauteur de 440 milliards d'euros maximum par les pays de la zone euro (ce qui représente une capacité effective de prêts d'environ 250 milliards d'euros). Sa durée de vie est, pour le moment, limitée à 3 ans, donc jusqu'au 30 janvier 2013. Le 25 janvier 2011, le FESF a effectué sa première émission, en faveur de l'Irlande, sous la forme d'une obligation à 5 ans pour un montant de 5 milliards d'euros et un taux d'intérêt de 2.89% (soit un niveau bien plus faible que celui auquel empruntent les États de la zone euro). Le FESF bénéficie aujourd'hui de la meilleure cote par les agences de notations (AAA). La création du FESF est un des outils du mécanisme plus large de stabilisation financière de la zone euro. En effet, les États faisant face à une crise de dette peuvent par ailleurs bénéficier d'une aide de la Commission européenne (qui peut se substituer aux pays souverains et emprunter à leur place dans la limite de 60 milliards d'euros). Ils bénéficient en outre des interventions que le FMI est susceptible de faire en leur faveur, à hauteur maximale de 250 milliards d'euros. Le FESF bénéficie donc d'une forte crédibilité. Cependant, quelques aspects de son fonctionnement devront être précisés dans l'avenir. Peut-on envisager la possibilité d'un rachat de titres de dettes par le biais du FESF ? Sa taille pourrait-elle être augmentée si de nouvelles crises de dettes se manifestaient au sein de la zone euro ?

### **3.1.-Comment peut-on sortir d'une spirale de l'endettement public ?**

Lorsqu'un endettement public excessif et croissant s'est constitué, différents dispositifs permettent, en théorie, de sortir de cette situation. En pratique, cependant, beaucoup de ces moyens ne peuvent pas (plus) être mobilisés.

La voie privilégiée dans le passé est celle du financement monétaire de la dette, autrement dit l'usage de l'inflation pour éroder la dette par le biais d'un taux d'intérêt réel faible voire négatif. Comment les dettes sont-elles monétisées ? Au niveau des pays, les politiques actuelles d'assouplissement quantitatif, menées par exemple aux États-Unis, reposent sur l'achat de volumes importants de bons du Trésor à long terme, en contrepartie des liquidités cédées aux banques commerciales. Elles sont susceptibles d'induire des tensions inflationnistes si le crédit à l'économie augmente. Au niveau de l'économie mondiale, les pays émergents qui détiennent des réserves considérables achètent les obligations émises par l'État américain et financent ainsi son déficit budgétaire. Il y a donc accroissement de la liquidité monétaire au niveau mondial. Dans la zone Euro, malgré les achats de titres publics par la BCE, les hausses annoncées de son taux directeur montrent que le scénario d'érosion des dettes publiques européennes par l'inflation est peu vraisemblable. Elle l'est d'autant moins que la zone euro risque de faire face à des tensions inflationnistes dont la source est exogène : nouvelle flambée des cours du pétrole, hausse des prix des denrées alimentaires et des matières premières. Dans les pays émergents, ce scénario est également peu probable pour plusieurs raisons. Premièrement, les banques centrales sont indépendantes des gouvernements. Deuxièmement, les pays ne peuvent attirer des capitaux de l'étranger que si leur politique monétaire reste crédible. Enfin, la politique monétaire expansive menée dans le contexte de la crise a créé des bulles de crédit qui engendrent de fortes tensions inflationnistes que les banques centrales tentent de contenir en remontant leur taux d'intérêt (cas de la Chine, notamment).

Vouloir réduire la dette par le biais de l'inflation peu présenter quelques inconvénients. Au niveau d'un pays, un surplus d'inflation serait synonyme d'incertitude pour le secteur privé. Les entreprises pourraient donc réduire leur horizon de décision et le manque de dynamisme de l'investissement contribuer à freiner la croissance économique. Or, la faiblesse de la croissance favorise les effets boule de neige de la dette. Ce que l'on gagnerait par le biais de l'inflation, en termes de réduction de la valeur réelle de la dette, serait donc perdu à cause d'un ralentissement de la croissance entraînant une hausse de la dette nominale. Au niveau international, la hausse des prix du pétrole et des matières premières est synonyme d'un transfert de richesse et de pouvoir d'achat des pays importateurs (les pays industrialisés et en développement) vers les pays producteurs (pays émergents du Moyen-Orient, d'Amérique Latine, et,

d'Asie). Les pays industrialisés, et en développement, pourraient alors être tentés de compenser ces transferts par des mesures de soutien de la demande qui mettraient à contribution les budgets nationaux

Une autre pratique qui fut courante est celle de la répudiation de la dette : le défaut sur la dette est alors total. Mais cette méthode d'une part, altère la crédibilité des gouvernements qui risquent de ne pas trouver de nouveaux prêteurs en cas de besoin, d'autre part ne résout pas les problèmes structurels qui ont donné naissance à la dette excessive.

Le recours à une taxe exceptionnelle ponctuelle (comme en France en 1924, au sortir de la première guerre mondiale) ou la réalisation de recettes exceptionnelles (par exemple en privatisant des entreprises publiques), comme dans le cas de la répudiation, n'apporte de solution pérenne car elles n'ont aucun impact sur les causes initiales de l'endettement.

La gestion active de la dette (optimisation de la structure des crédits pour que la charge de la dette soit la plus faible possible) ne peut, à elle seule, inverser une dette dont la croissance est explosive. En revanche, la restructuration de la dette, le plus souvent associée à une dévaluation de la monnaie, a été largement utilisée dans les pays en difficultés depuis 30 ans (notamment en Amérique latine) pour inverser la dynamique de la dette. Elle consiste en la renégociation des conditions de remboursement (délais, taux d'intérêt, montant) mais se fait au détriment des créanciers dont les titres perdent fortement de la valeur par rapport à la valeur faciale. Cette procédure, utilisée également en Russie en 1998, apporte une solution efficace au pays endetté mais fait porter le coût sur les créanciers, qu'il s'agisse d'institutionnels (banques, fonds spéculatifs par exemple) ou de petits épargnants pour qui la perte peut être massive et très préjudiciable. L'ampleur des pertes infligées à court terme aux détenteurs de titres publics dépend des paramètres issus de la renégociation. De même, le degré d'aggravation des conditions macroéconomiques consécutif à la consolidation budgétaire qu'il faut mettre en œuvre conjointement peut varier sensiblement d'un pays à l'autre. Ces paramètres déterminent aussi le bénéfice en termes de croissance à moyen terme que l'on pourra escompter, ce qui déterminera le niveau de richesse du pays et la possibilité de mettre en place un nouveau pacte social.

En Europe, la monnaie commune qu'est l'euro ne peut pas être dévaluée pour le bénéficiaire d'un seul État membre qui serait confronté au surendettement.

Dès lors, seuls deux moyens de réduire le ratio d'endettement subsistent :

- augmenter la croissance économique (augmenter le dénominateur du ratio), mais il est très difficile d'y parvenir à court terme sans accroître pour cela les dépenses publiques, donc le déficit public et donc la dette publique ce qui va à l'encontre de l'objectif initial ; augmenter la croissance potentielle, c'est-à-dire la croissance à moyen terme, est possible, par le biais de réformes structurelles et de dépenses publiques plus productives. Mais cela prend du temps et le coût transitoire que fait porter la dette publique excessive augmente avec le temps. De fait, plus on attend, plus la croissance nécessaire pour inverser la spirale de la dette doit être élevée, et donc d'autant plus difficile à obtenir.

- utiliser la seule solution véritablement efficace pour réduire l'endettement public, le contrôle du solde primaire et plus spécifiquement des dépenses publiques pour revenir à l'équilibre budgétaire. En effet, une baisse du déficit primaire appelle une augmentation des impôts ou une amélioration de leur perception et/ou une réduction des dépenses publiques, si possible en optimisant leur efficacité. Mais agir sur les recettes comporte des coûts politiques et économiques. En réduisant les dépenses et en privilégiant celles qui soutiennent la croissance à moyen terme, les États peuvent dégager un excédent primaire (c'est-à-dire hors charge de la dette) et diminuer année après année leur stock de dette publique.

Si la réduction des dépenses publiques peut ralentir la croissance économique à court terme (la consommation et l'investissement publics sont une part du PIB), cela permet à moyen terme de dégager des marges de manœuvre suffisantes pour que les effets favorables sur la croissance et la dette apparaissent. De fait, il faut veiller à préserver les dépenses publiques réputées productives (recherche et développement, éducation supérieure, soutien aux entreprises innovantes ou de haute technologie, investissement en infrastructures...). Si l'on considère que les effets ricardiens ne sont pas dominants, le

gouvernement et les populations doivent être prêts à faire l'expérience d'une sorte de courbe en J : dans un premier temps, la compression des dépenses n'a pas d'effet visible sur la dette et peut conduire à un ralentissement transitoire de la croissance. Il faut attendre que la réduction des déficits produise une dynamique favorable de la dette qui permette de dégager des marges de manœuvre pour que les effets favorables sur la croissance apparaissent.

#### **4.- Quelques exemples de consolidations budgétaires réussies**

Plusieurs pays ont dû s'engager dans le passé dans des programmes de désendettement public massifs. Leur exemple permet de mettre en évidence les voies qu'il semble falloir privilégier pour réussir cette épreuve. Les exemples les plus fréquemment cités sont le Canada et des pays du Nord de l'Europe.

##### **4.1- Le Canada a mis en place un audit exhaustif des dépenses publiques**

Au début des années quatre-vingt-dix, le Canada a fait face à une crise profonde qui a fait apparaître de façon évidente le déséquilibre budgétaire resté latent jusque-là. La dette totale a dépassé 100 % du PIB en 1995, dont les trois quarts imputables aux finances fédérales. La structure et le niveau des dépenses publiques se sont révélés insoutenables dans un contexte de faible croissance et de taux d'intérêt élevés. La population et les gouvernements des provinces ont pris conscience du lien entre la persistance de déficits élevés, le niveau des taux d'intérêt et l'augmentation de la pression fiscale inévitable dans un futur proche. Dès lors, une réforme profonde a été mise en œuvre dès 1993, par application du *Fiscal Spending Control Act* de 1992. Cette réforme s'est articulée autour de trois principaux axes stratégiques : la définition d'un objectif de déficit public raisonnable et accessible à moyen terme, la mise en œuvre d'un audit exhaustif des dépenses publiques afin de pouvoir procéder à des coupes drastiques sans sacrifier les priorités gouvernementales, l'adhésion à la réforme de tous les acteurs économiques concernés, à commencer par la population.

Concernant les dépenses, l'analyse a duré six mois au terme desquels une baisse des dépenses d'environ 20 % à partir des niveaux de 1994 (environ 4 points de PIB) a été réalisée en trois ans. Les coupes budgétaires ont concerné toutes les catégories de dépenses dans un objectif d'accroissement de leur efficacité et de la productivité du secteur public. Six critères ont permis de sélectionner les dépenses publiques autorisées : l'intérêt public du programme de dépenses, son efficacité, la contribution du programme à l'exercice des missions régaliennes de l'État, la capacité des provinces à l'assumer en lieu et place de l'État, la capacité des contribuables à le financer et la disponibilité de services privés alternatifs.

Les coupes se sont particulièrement concentrées sur les transferts aux provinces et les prestations sociales, notamment les allocations chômage et l'assurance maladie. L'emploi public a diminué de 15 %, soit 60 000 agents partis en retraite anticipée, licenciés (avec forte indemnité) ou reclassés dans le secteur privé. Les salaires publics ont été gelés pendant trois ans, et certaines subventions aux entreprises ont été réduites de 60 %. Pour certains ministères (industrie, transports), il s'agit d'une diminution en termes absolus des dépenses et pas seulement d'un ralentissement de croissance.

Par ailleurs, le marché du travail a été réformé pour accroître la flexibilité et l'accès à la formation. Le régime d'assurance chômage a également été modifié afin de favoriser l'encouragement au travail.

Enfin, le Canada a profité de la dévaluation de sa monnaie face au dollar américain et du dynamisme du PIB des États-Unis. La progression de son commerce extérieur a, dans un premier temps, contrebalancé l'impact de l'ajustement budgétaire sur la croissance, puis dynamisé celle-ci qui est demeurée très élevée à la fin des années quatre-vingt-dix.

Les principaux facteurs de réussite de la consolidation canadienne sont vraisemblablement la forte adhésion des agents privés à cette stratégie et le caractère équitable des mesures mises en œuvre. Le Canada est souvent présenté comme le meilleur exemple d'un ajustement budgétaire réussi, grâce à la combinaison d'une totale refonte des dépenses publiques et d'une réforme profonde des institutions

budgétaires accompagnée d'autres réformes structurelles. La réforme canadienne est donc riche d'enseignements et peut inspirer les pays confrontés à une situation budgétaire fortement déséquilibrée. Toutefois, les spécificités du pays (État fédéral, économie ouverte en recherche de forte compétitivité, politiques monétaire et de change autonomes...), la particularité de la période (bulle internet aux Etats-Unis) diffèrent des caractéristiques de la situation actuelle, en particulier pour les pays européens.

#### **4.2.- Les pays du Nord de l'Europe ont choisi d'assainir leurs finances publiques en renforçant les procédures et les institutions budgétaires**

Au début des années quatre-vingt-dix, les pays du Nord de l'Europe se sont trouvés confrontés simultanément à une grave crise bancaire et à une forte récession économique. Leur réaction, quoique différente d'un pays à l'autre a eu pour point commun de s'engager dans un processus d'assainissement massif renforcé par la réforme des procédures et institutions budgétaires.

En Suède, l'ajustement budgétaire s'est concentré sur les dépenses publiques, mais a été complété par une hausse transitoire de la pression fiscale et par un programme de privatisation du secteur des télécommunications. Cependant, la pérennité de l'effort a, avant tout, été garantie par la transformation définitive des institutions et des procédures budgétaires. Le but était de réduire la taille du secteur public et d'en accroître l'efficacité et le contrôle. Ainsi, celui-ci a été réformé afin d'être constitué d'un petit nombre de ministères (treize) et de 300 agences publiques ou mixtes qui regroupent 99 % des fonctionnaires. Dans le même temps, la réforme a permis d'imposer des plafonds de dépenses primaires nominales (hors pensions) pour trois ans glissants sur vingt-sept catégories de dépenses et dans une logique de fixation dite « *top-down* », c'est-à-dire en imposant d'abord un budget global impossible à dépasser, réparti ensuite entre les différents programmes. Le processus budgétaire aboutissant au vote de la loi de finances a été simplifié et implique davantage le Parlement, y compris sur les objectifs triennaux. Au total, la stratégie suédoise, favorisée par le retour rapide d'une croissance dynamique du PIB *via* l'essor des exportations, a permis de ramener le ratio de dette de près de 85 % du PIB en 1996 à près de 60 % en 2005.

La réaction finlandaise à la crise a été de vouloir résoudre des problèmes considérés comme principalement structurels par des réformes structurelles afin de se prémunir durablement contre les dérives budgétaires et de se préparer aux conséquences du vieillissement de la population. Ainsi, comme en Suède, des règles budgétaires sur les dépenses publiques ont été instaurées et la réflexion sur la consolidation budgétaire a conduit à des mesures temporaires de hausse d'impôts et à une réforme profonde de la fiscalité. D'autres réformes ont accompagné l'ajustement budgétaire, notamment dans le domaine des retraites, sur le marché du travail ou dans le secteur bancaire. Au cours du processus de réforme, les principes fondamentaux sur lesquels reposent le système de protection sociale n'ont pas été modifiés : la recherche d'un consensus social et la centralisation des négociations collectives restent essentielles. Néanmoins, la Finlande n'a pas résolu le problème du transfert des dérapages budgétaires de l'État central vers les communes, celles-ci ayant l'autonomie nécessaire pour augmenter le taux de l'impôt sur le revenu si de nouvelles charges ou obligations leur sont imposées. Toutefois, le bilan de la consolidation budgétaire est globalement positif puisque, en 2005, le ratio de dette finlandais est d'environ 50 %, contre 66 % en 1996.

Cependant, s'il est mal maîtrisé, l'assainissement des finances publiques peut masquer d'autres déséquilibres macroéconomiques susceptibles de peser ensuite sur la dynamique de la dette. Un exemple typique a été celui de l'Espagne dans les années 2000. Tout en respectant les critères du Pacte de stabilité, les autorités n'ont pas empêché le très fort endettement du secteur privé consécutif à des taux d'intérêt bas (l'adhésion à la zone euro a permis au pays de bénéficier des mêmes taux d'intérêt à court terme que ceux de l'Allemagne et les taux longs étaient proches de zéro). Cette situation a généré une bille de crédit, une bulle de l'immobilier, de l'inflation et un déséquilibre de la balance courante. Entre 2001 et 2007, l'Espagne était un élève modèle de la zone euro en matière budgétaire, mais affichait par ailleurs des déséquilibres externes importants sans parvenir à contrôler l'inflation. La crise de 2008 a donc été un véritable choc pour les finances publiques de ce pays. Compte tenu du fort endettement du

secteur privé, le plan de relance et les autres mesures de soutien de l'économie mis en œuvre par le gouvernement ont creusé les déficits budgétaires sans véritable effet positif sur la croissance.

### **Conclusion : quelles questions se posent aujourd'hui ?**

A l'heure actuelle, les situations des différents pays fortement endettés n'est pas la même partout. Aux US, les facilités de financement de la dette sont grandes : les pays dont la monnaie est liée au dollar (Chine, pays d'Asie notamment) achètent des titres publics américains afin de limiter l'appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar.

La zone euro possède une masse d'épargne suffisante financer sa dette mais trouve une limite si les détenteurs non résidents décident d'investir ailleurs, notamment en cas de perte de confiance. Dans ce cas, l'expérience de la réaction des marchés fortement diversifié vis-à-vis des pays du sud de l'Europe (Grèce, Portugal, Espagne) et de l'Irlande montre qu'en cas de crise, les marchés ne considèrent plus la zone euro dans son ensemble mais bel et bien les pays individuellement. Tout se passe comme si les marchés considéraient que le risque de contagion entre pays de la zone euro était plus fort que la garantie apportée par le fait que la dette des états européens est détenue principalement par des européens.

Au Royaume-Uni, la dépendance vis-à-vis du reste du monde pour financer la dette est forte sans bénéficier de la présence d'une monnaie de réserve qui attire le financement.

Au Japon, la dette, très élevée (près de 200%) est financée largement par une épargne domestique abondante (par l'intermédiaire des banques et des investisseurs institutionnels), sous l'acceptation de rendements très bas (taux d'intérêt à long terme durablement faibles). La baisse de l'épargne à venir, liée au vieillissement de la population pourrait rompre cet équilibre. La limite du système japonais sera atteinte lorsqu'un recours à un financement par des prêteurs non résidents, a priori plus exigeants en termes de rendement que les nationaux, sera indispensable. De ce fait, cela poussera à la hausse les taux d'intérêt et risquera de produire une crise de solvabilité et un recul de la croissance.

Dès lors, quels sont les facteurs de risque en vigueur et les solutions envisageables ?

Utiliser l'inflation pour éroder les dettes (mais encore faut-il une inflation non due à la hausse des prix des matières premières mais à celle des prix nationaux, or la monétisation des dettes aujourd'hui ne crée pas forcément d'inflation en raison du contexte macroéconomique de fort chômage et de mondialisation)? Mener une politique budgétaire très restrictive (à l'exemple des expériences réussies au Canada et en Europe du Nord)? Restructurer les dettes voire organiser un défaut partiel (réduit effectivement l'endettement mais cause des pertes pour les détenteurs de titres publics, voir les exemples de l'Amérique latine et de la Russie)? Monétiser les dettes publiques (ne jamais rembourser les dettes, de façon perpétuelle, dans la lignée du Japon aujourd'hui) ?

Du côté américain, l'enjeu est également de réduire les déséquilibres budgétaires sans casser la reprise économique et surtout la croissance potentielle en coupant dans des dépenses productives (infrastructures, éducation, technologie). Par ailleurs, une hausse des impôts semble très difficile pour des raisons politiques. Une équation difficile à résoudre....pour le moment, les Etats-Unis semblent utiliser la monétisation de leur dette (par la FED et les banques centrales nationales des pays émergents).

Du côté du Japon, le risque provient d'un effet de ciseaux probable entre une dette très élevée et croissante et une épargne nationale en diminution, ce qui ferait entrer le pays dans une dynamique d'effet boule de neige très préjudiciable.

Il semble clair désormais que la plupart des pays d'Europe vont poursuivre la politique de rétablissement des équilibres budgétaires de façon prolongée. Ces mesures vont donner lieu, au moins dans un premier temps, à des coûts en termes de croissance. D'une certaine façon, l'Allemagne a réussi à convaincre ses partenaires que seule la rigueur budgétaire pouvait permettre de sortir de la crise. Dès lors, les pays d'Europe vont bénéficier de la crédibilité allemande dans le domaine budgétaire comme cela avait été le cas précédemment dans le domaine monétaire. La contrepartie est un renoncement partiel à la liberté budgétaire. Une centralisation budgétaire, matérialisée par des règles similaires et des objectifs comparables en marque la réalité. Ainsi, la France va se doter, comme l'a fait l'Allemagne, d'une règle constitutionnelle permettant de contraindre les gouvernements à revenir vers l'équilibre des comptes publics et le respect des engagements européens à moyen terme<sup>4</sup>. Toutefois, il n'est pas exclu que certains pays périphériques soient obligés de restructurer leur dette comme les pays d'Amérique latine ont du le faire dans les années 80. Le problème est de parvenir à réduire effectivement le niveau des dettes publiques et non de le transférer d'un agent à l'autre comme cela a été le cas jusqu'à présent (la dette privée a été transférée au secteur bancaire, elle-même transférée au secteur public, puis le transfert s'est fait d'un pays à l'autre avec l'aide européenne). C'est pourquoi il est essentiel que les pays fortement endettés qui ont bénéficié des plans d'aide (FESF, Union Européenne, FMI, Banque Centrale Européenne,...) utilisent la période qui leur est laissée (jusqu'à 2013, date de fin du FESF) pour diminuer notablement leur dette, réformer de façon structurelle leur économie et revenir ainsi à une politique budgétaire moins contrainte. Il s'agit d'un objectif extrêmement ambitieux.

---

<sup>4</sup> Les limites de ratios de déficit et de dette inscrites dans le Traité de Maastricht (respectivement 3% et 60% du PIB), ainsi que la procédure dite pour « déficit public excessif » du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC), n'ont pas suffi pour éviter la crise. La discipline budgétaire visant à éviter les dérives budgétaires n'a pas été suffisamment respectée, notamment dans les périodes de conjoncture favorable pendant lesquelles les États sont censés mener une politique d'assainissement des comptes publics à la faveur de la forte croissance de cette phase du cycle économique. Toutefois, en Europe, le PSC constitue un cadre qui, s'il est respecté, réduit significativement les risques de crise souveraine. Plusieurs pays, dont la Belgique, l'Allemagne et prochainement la France, ont inscrit dans leur Constitution une règle d'équilibre des finances publiques qui permet d'imposer aux gouvernements des contraintes susceptibles de les aider à construire des budgets compatibles avec les engagements des pays de la zone euro auprès des autorités européennes.