

MICHEL AGLIETTA
MERIH UCTUM¹

LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE EN EUROPE

RÉSUMÉ Les contraintes que le traité de Maastricht impose à la politique budgétaire dureront au-delà de la formation de l'UEM. Mais ces exigences sont déterminées de manière *ad hoc*, et ne tiennent compte ni de la position des différents pays dans le cycle économique, ni des horizons de planification à moyen terme des gouvernements.

Cet article réexamine le concept de soutenabilité des déficits évoqué dans le traité. Après avoir passé en revue les aspects cycliques et structurels des déficits survenus jusqu'en 1994, une approche intertemporelle et prospective² est utilisée pour évaluer, selon différents scénarios, les situations budgétaires des pays étudiés jusqu'à l'an 2000. Ce cadre présente l'avantage, par rapport aux critères de Maastricht, de proposer aux pays différentes options pour l'adhésion à l'UEM, tout en tenant compte des effets des cycles économiques sur le déficit et l'accumulation de la dette.

Cette analyse montre que si les pays se conforment à la règle de soutenabilité, ils devront poursuivre des politiques budgétaires strictes jusqu'en 2000 pour être en

mesure d'adhérer à l'UEM. Si les restrictions budgétaires commencent dès 1995, tous les pays deviennent admissibles. Dans le cas contraire, il faut évaluer l'effort budgétaire que chaque pays doit accomplir pour parvenir à un déficit soutenable.

Ces résultats dépendent de l'hypothèse formulée sur la réduction du déficit. Si les pays sont enclins à avoir des déficits primaires entre 1996 et 2000, la condition de soutenabilité ne sera pas spontanément satisfaite. Il faut prendre des mesures restrictives, et soit accepter d'accroître la pression fiscale, soit réduire les dépenses. Ces mesures sont envisageables pour des pays comme la France et le Royaume-Uni (elles impliquent une augmentation des taux de fiscalité d'environ 2 %), mais plus difficiles pour l'Espagne et l'Italie. En revanche si les pays maintiennent la rigueur budgétaire récemment mise en œuvre, le critère de soutenabilité est, en général, satisfait.

Quant au critère d'endettement de 60 %, il apparaît que l'Italie ne peut y satisfaire que sous des conditions irréalistes. L'Espagne doit engager des efforts supplé-

1. Michel Aglietta est professeur à l'université de Paris X Nanterre et conseiller scientifique au CEPII (E-mail : Aglietta@CEPII.FR). Merih Uctum est économiste au département Recherche, division macro-économie internationale, de la Federal Reserve Bank, New York (E-mail : Merih.Uctum@frbny.sprint.com).

La traduction de ce texte a été assurée par Amina Lahèche-Révil.

2. « Prospectif » est utilisé ici pour traduire l'expression anglaise « *forward looking* », qui n'a pas d'équivalent en français.

mentaires pour s'y conformer. Enfin, si la croissance des années quatre-vingt s'était poursuivie, seule l'Italie aurait dû supporter une pression budgétaire accrue. Cela signi-

fie que les autres pays n'auraient pas eu besoin de mener des politiques budgétaires plus rigoureuses que ce qu'ils faisaient déjà.

La transition vers l'union économique et monétaire (UEM) en Europe est contrôlée par les critères de convergence suivants, énumérés dans le traité de Maastricht : un degré élevé de stabilité des prix, le maintien des taux de change au sein de bandes de fluctuation normales, la démonstration d'un lien étroit et durable entre les taux d'intérêt à long terme et une situation budgétaire soutenable.

Les exigences budgétaires sont les plus difficiles à remplir et constituent l'obstacle principal à l'entrée dans l'UEM. Contrairement aux critères d'inflation et de taux d'intérêt, elles sont définies en termes absolus plutôt que relatifs. Elles doivent en outre être respectées non seulement pour qualifier l'appartenance à l'UEM, mais également après la mise en place de l'Union, et sont destinées à définir des règles permanentes de politique économique.

Cependant, ces exigences budgétaires sont déterminées de manière *ad hoc* et ne tiennent compte ni de la position des pays dans le cycle économique, ni des horizons de planification à moyen terme des gouvernements. La démarche qui est exposée ici consiste à évaluer les situations budgétaires des cinq plus grands pays européens. Après avoir passé en revue les aspects cycliques et structurels des déficits totaux depuis 1994, elle recourt à une approche intertemporelle et prospective pour évaluer, selon différents scénarios, les situations budgétaires de ces pays, jusqu'à l'an 2000.

La discipline budgétaire est précisée dans l'article 104c du traité, qui indique que les finances publiques seront évaluées sur la base de deux critères quantitatifs : (i) le rapport du déficit public au PIB ne devra pas dépasser une valeur de référence (établie à 3 % par le protocole) ; (ii) le rapport de la dette publique au PIB ne devra pas s'élever au-delà d'une valeur de référence (fixée à 60 %).

Pour qualifier ces seuils, deux conditions ont cependant été introduites dans le traité, qui laissent une place à l'interprétation dans le cas où ceux-ci ne seraient pas respectés. D'une part, le ratio de déficit peut être accepté comme « non excessif » s'il a décliné « substantiellement et continûment », ou si, malgré une déviation « exceptionnelle », il présente une conformité générale à la valeur de référence. D'autre part, le ratio de dette peut être accepté comme compatible avec la discipline budgétaire s'il diminue « suffisamment » et s'approche de la valeur de référence à un rythme « satisfaisant ».

Le traité, cependant, ne précise pas comment apprécier une amélioration marginale « suffisante », ou une déviation « exceptionnelle » par rapport à la valeur de référence. On suggère par conséquent que, pour éviter la confusion, les critères budgétaires soient éclairés par des repères théoriques. Cet article propose d'intégrer le concept de « soutenabilité » des déficits (établi dans le traité) dans un cadre dynamique qui pourrait servir comme auxiliaire ou alternative aux critères budgétaires.

La première partie de cet article étudie la raison d'être des critères budgétaires. La seconde partie est consacrée à l'analyse des difficultés rencontrées par les pays de la Communauté européenne pour satisfaire aux conditions budgétaires au cours de la transition vers l'UEM. La dernière partie introduit la notion de soutenabilité du déficit. Après avoir développé un cadre dynamique et prospectif pour gérer la dette publique, elle analyse les profils prévisibles de déficit et de dette publique pour les cinq plus grands pays européens et conclut que, si ces pays poursuivent la discipline budgétaire qu'ils ont pratiquée récemment, ils satisferont le critère de soutenabilité en 2000. Le critère de dette de Maastricht interdit cependant à l'Italie de rejoindre l'UEM. Enfin, si l'Europe avait connu une croissance régulière, seule l'Italie aurait eu besoin de poursuivre des politiques budgétaires plus strictes que celles qu'elle menait à la fin des années quatre-vingt.

Le pour et le contre des critères budgétaires dans l'UEM.

Les contraintes que le traité de Maastricht impose à la politique budgétaire dureront au-delà de la formation de l'UEM. Cependant, avec l'abandon des indépendances monétaires, la politique budgétaire devrait gagner en importance après la mise en place de l'Union. Mais son rôle est contradictoire, ce qui suggère que les contraintes budgétaires devraient comporter à la fois de la discipline et de la flexibilité. Les arguments opposant la contrainte budgétaire à la flexibilité sont ici passés en revue, et cette partie montre que le dilemme doit être résolu pour assurer le bon fonctionnement de l'UEM. Une solution pourrait consister à interpréter les critères de manière dynamique, point abordé à la fin de cette analyse.

Les contraintes budgétaires permanentes

L'argument généralement développé en faveur de l'union monétaire et de la monnaie unique repose principalement sur le bénéfique micro-économique lié à l'éradication des risques de change entre les pays membres, ce qui conduit à des prix individuels homogènes dans le marché unique (Commission européenne, 1990). Cependant, ces caractéristiques mêmes peuvent provoquer des externalités dommageables au niveau macro-économique, si les budgets nationaux sont gérés indépendamment. Si la discipline budgétaire n'est pas respectée, on peut redouter trois types d'externalités négatives dans l'UEM : des taux d'intérêt élevés, une menace sur la crédibilité de la politique monétaire et un doute sur la soutenabilité de la dette publique.

L'INTERDÉPENDANCE PAR LES TAUX D'INTÉRÊT. Dans une union monétaire, la première conséquence fâcheuse de déficits excessifs provient de leur impact possible sur les taux d'intérêt. La théorie économique enseigne qu'une économie fermée qui finance des déficits budgétaires élevés par l'emprunt plutôt que par l'impôt voit son épargne publique se réduire. Ceci conduit à un déclin général de l'épargne nationale, car les agents privés ne font en général pas varier leur

épargne dans la mesure postulée par l'équivalence ricardienne. En effet, ils anticipent que le fardeau du remboursement de la dette sera reporté sur les générations futures. Par conséquent, plus l'épargne globale est faible, plus le niveau du taux d'intérêt réel nécessaire pour égaliser l'épargne et l'investissement est élevé.

Dans une union monétaire, chaque gouvernement dispose d'un potentiel supérieur d'augmentation du déficit et de la dette. L'élimination des risques de change, en rendant les actifs financiers davantage substituables, facilite l'approfondissement de l'intégration financière entre les pays membres (Isard, 1989), et conduit à la diversification des portefeuilles entre de nombreux instruments de dette publique. L'existence d'un marché financièrement intégré peut inciter les gouvernements à creuser leurs déficits pour deux raisons. D'une part, considérant la politique des autres pays comme donnée, chaque gouvernement peut croire que son propre déficit budgétaire est trop petit pour affecter de manière significative le taux d'intérêt européen. D'autre part, il est probable que la discipline imposée par les institutions financières à chaque pays, au travers des primes de risque, soit plus faible dans une union³.

Par conséquent, pour des taux d'intérêt anticipés plus faibles, les gouvernements pourraient creuser leurs déficits et accumuler des dettes en permanence plus élevées. Si tous les gouvernements adoptaient cette attitude, l'éviction de l'investissement privé serait plus importante et les taux d'intérêt réels plus élevés après qu'avant l'union. D'autre part, un gouvernement qui adopterait une politique budgétaire conservatrice ne profiterait pas dans la même mesure qu'avant l'union de taux d'intérêt plus faibles, car, par le biais du marché financier intégré, il souffrirait de l'absence de discipline des autres pays (voir en particulier Bovenberg & *al.*, 1991 et Buiters & Kletzer, 1991).

LA CRÉDIBILITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE. D'après son statut et le mode de désignation de ses administrateurs, la Banque centrale européenne (BCE) est légalement indépendante. Cependant, des politiques budgétaires concurrentes pourraient la forcer à poursuivre une politique monétaire sans cohérence temporelle compte tenu de son objectif de stabilité des prix (Wyplosz, 1990).

Une source essentielle d'incohérence temporelle issue du manque de discipline des politiques budgétaires est associée à l'existence de contrats nominaux libellés en monnaies nationales ou dans la nouvelle monnaie européenne. L'exemple américain enseigne qu'un pays émettant une devise-clé est un débiteur qui peut se permettre une attitude détachée à l'égard de ses créanciers non résidents. Empruntant dans sa propre monnaie, le gouvernement de ce pays peut tirer parti d'une dévaluation non anticipée pour réduire le niveau réel de l'endettement public. On ne pourra écarter ce type de comportement de la part de la Banque centrale européenne, particulièrement si l'augmentation des taux d'intérêt associée à une combinaison de politiques budgétaires expansives et d'une politique monétaire non accommodante évince de manière trop sévère les secteurs privés sensibles au taux d'intérêt.

3. Même au niveau d'un seul pays, Begg & *al.* (1991) suggèrent que la discipline du marché sur les gouvernements souverains est toujours reportée et ne devient efficace que lorsque la solvabilité est en cause.

LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE. La soutenabilité est la solvabilité à long terme du budget. La contrainte budgétaire intertemporelle doit être satisfaite. Le traité impose une discipline budgétaire aux pays membres de l'UEM. Ceux-ci doivent en permanence être en mesure de convaincre les crédi-teurs privés qu'ils pourront honorer leurs engagements sans dévaloriser la dette par l'inflation, ni la répudier par défaut lorsqu'elle est accumulée à un rythme excessif.

Or les marchés financiers ne peuvent surveiller convenablement les débiteurs souverains. En l'absence de contraintes explicites sur les dettes publiques, la sou-tenabilité ne peut pas être garantie, et les pressions sur la politique monétaire ne peuvent être exclues. Si la monétisation des engagements d'un gouvernement était le seul moyen d'éviter une crise financière (suscitée par les inquiétudes portant sur l'insolvabilité imminente d'un gouvernement), la pression sur la banque cen-trale deviendrait irrésistible. Dans ce scénario, comme l'exemple du Mexique l'a bien illustré, une clause de non assistance ne serait pas suffisamment crédible pour convaincre les marchés. Au fur et à mesure que l'intégration s'étend, elle entraîne une diversification croissante des placements de la dette publique et, d'une manière générale, une plus grande interdépendance. Les investisseurs eux-mêmes seraient en mesure de faire pression pour que la Banque centrale euro-péenne se porte au secours du gouvernement en difficulté.

La nécessité de politiques budgétaires actives et coordonnées

Les points de vue critiques sur les critères budgétaires soulignent leur arbitraire et leur rigidité (Buitter & al., 1993). Ils font remarquer qu'en l'absence d'un budget fédéral apte à la régulation macro-économique, les politiques budgé-taires nationales doivent être actives pour répondre à des chocs asymétriques et pour combiner efficacement les instruments de politique économique de l'Union.

LA RÉPONSE AUX CHOCS ASYMÉTRIQUES : UN ARGUMENT EN FAVEUR D'UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE ACTIVE. Selon le modèle Mundell-Fleming, en union monétaire, l'impact de la politique budgétaire sur l'activité économique est accentué. Une stimulation budgétaire évince moins le secteur privé dans une économie ouverte que dans une économie fermée, car le financement d'un accroissement du déficit se fait sans augmentation significative du taux d'intérêt ni appréciation du taux de change. Dans les pays privés de poli-tiques monétaires autonomes, le budget est l'instrument le plus efficace (si ce n'est le seul) pour absorber les chocs asymétriques à court terme, car les prix inté-rieurs sont toujours affectés de rigidités nominales, au moins à court terme (Blanchard, 1992).

Par conséquent, la flexibilité budgétaire des gouvernements nationaux peut agir comme substitut à un système de transferts au niveau de la Communauté (Bureau & Champsaur, 1992). A condition que les chocs soient temporaires, le gouvernement peut laisser filer le déficit (éventuellement au-delà de 3 %) sans compromettre pour autant sa solvabilité ni même s'engager dans l'engrenage d'une dette publique toujours plus élevée. A moyen terme, l'augmentation de la concurrence sur le marché unique finit par provoquer des ajustements de prix et de salaires qui restaurent l'équilibre du marché du travail. L'augmentation de

l'emploi dans le secteur privé produit un supplément de revenu fiscal qui résorbe le déficit accepté pour faire face au chômage consécutif au choc.

La stricte application des critères réduit considérablement l'efficacité des stabilisateurs automatiques et des politiques discrétionnaires. La seule façon de conduire des politiques contracycliques au moment d'une récession, sans dépasser les limites imposées aux budgets, est de dégager un excédent primaire plus élevé. Il est probable que cette obligation impose des restrictions permanentes à la politique budgétaire. Or la théorie moderne de la croissance indique que les dépenses publiques et privées en capital sont complémentaires à long terme. Ainsi, le besoin permanent de maintenir un excédent primaire pourrait en définitive affecter l'investissement et l'activité économique, particulièrement si les dépenses en capital font les frais des restrictions budgétaires. Les critiques des critères budgétaires soutiennent par conséquent que, pour éviter un tel résultat, les pays devraient être autorisés à transgresser temporairement la contrainte de déficit.

LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE EUROPÉENNE : UNE JUSTIFICATION À LA COORDINATION DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES. En UEM, la stabilité des prix internes sera assurée par la Banque centrale européenne. L'équilibre externe de l'Union sera déterminé par un taux de change commun et une balance des paiements commune vis-à-vis du reste du monde. Le niveau de l'activité économique nécessitera par conséquent un autre instrument global. Puisque l'Union n'a pas de politique budgétaire fédérale, l'agrégat des politiques budgétaires nationales jouera le rôle de cet instrument, ce qui nécessitera une coordination active. Or les performances macro-économiques de nombreux pays peuvent être affectées de manière dommageable par le fait que l'on ne reconnaisse pas le niveau agrégé de la demande, au même titre que le niveau général des prix, comme étant d'intérêt commun.

Supposons ainsi que le gouvernement d'un grand pays, ou certains gouvernements de l'Union, poursuivent des politiques budgétaires indépendantes. L'absence de coordination peut aisément conduire à une situation dans laquelle un excès de demande globale entraîne un fort déficit courant. La Banque centrale européenne se trouverait alors face à un cruel dilemme : ne pas modifier son comportement, et laisser le taux de change se déprécier ; ou défendre le taux de change, en augmentant fortement le taux d'intérêt. Dans le premier cas, une relance de la demande étrangère ajoutée au caractère expansionniste de la demande publique pourrait réveiller les tensions inflationnistes. Dans le second cas, les pays suivant une politique budgétaire conservatrice seraient pénalisés par l'augmentation des taux d'intérêt. Ces deux scénarios sont sous-optimaux (Masson & Mélitz, 1990).

Puisqu'on attend de la politique budgétaire qu'elle soit à la fois rigoureuse et plus flexible, une interprétation prospective des critères budgétaires est nécessaire pour évaluer la soutenabilité à long terme des profils de déficit. Or ces critères, établis dans le traité, sont fondés sur le niveau réalisé de déficit budgétaire et de dette publique. Ils ne sont donc pas adaptés pour évaluer la cohérence de l'ajustement à un objectif. Leur interprétation nécessite des indicateurs auxiliaires et une méthodologie rigoureuse.

Cet article étudie trois aspects des politiques budgétaires. A l'aide d'indicateurs auxiliaires, il résume d'abord les évolutions passées des déficits, sans les lier à la dette publique. Puis il examine la relation entre budget et dette publique

en régime de croissance équilibrée. Il analyse enfin l'interrelation entre déficit primaire et dette, et détermine les profils de la dette qui convergent de manière dynamique vers la soutenabilité à long terme.

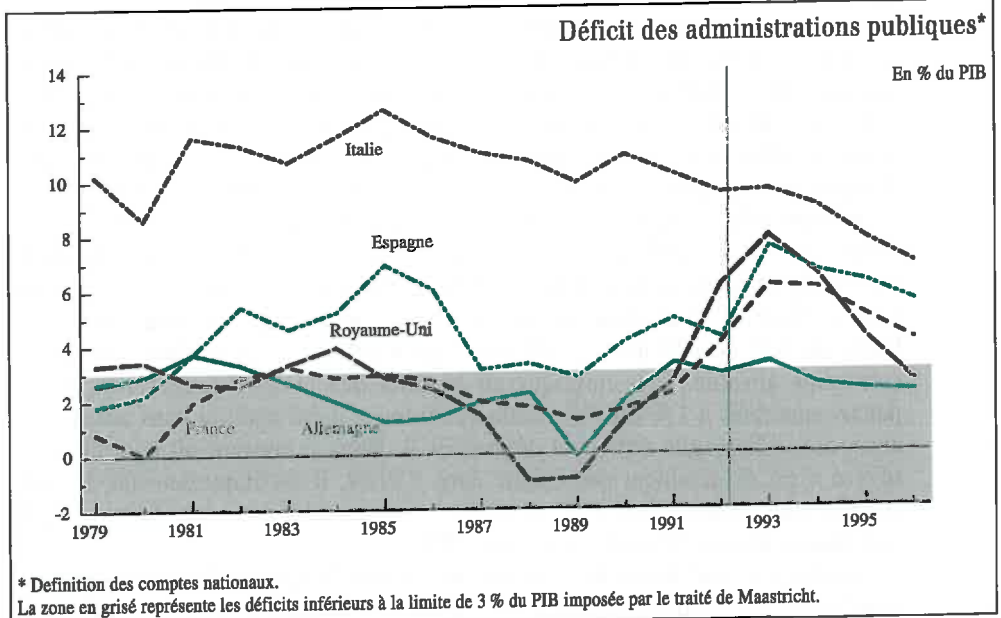
Une évaluation des performances passées et futures

On s'intéresse maintenant aux variations du déficit budgétaire pour montrer que la composante cyclique a joué un grand rôle dans sa détérioration au début des années quatre-vingt-dix. Puis on relie le besoin de financement des administrations publiques au montant de la dette, dans une première approche de la soutenabilité, sous l'hypothèse d'une évolution économique régulière.

Les composantes cyclique et structurelle du budget

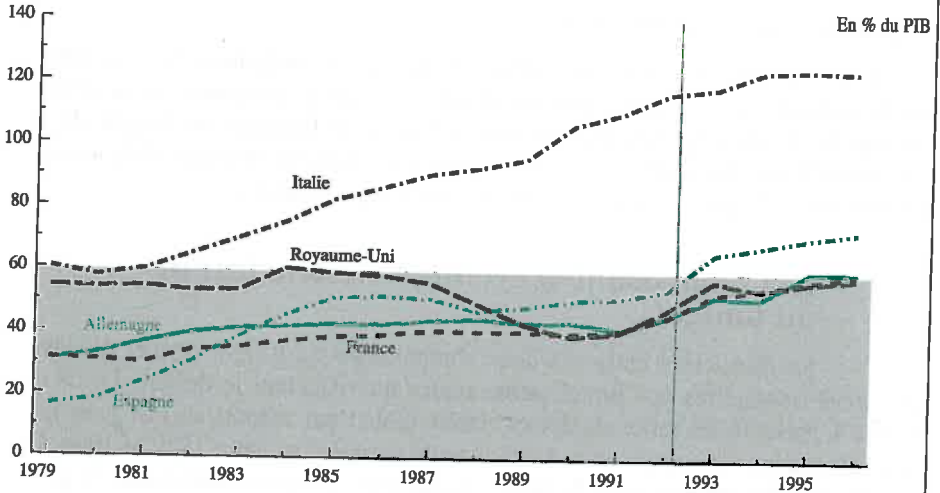
La distinction entre ces deux composantes du budget permet d'isoler les forces transitoires des forces permanentes qui affectent le déficit. Le GRAPHIQUE 1 présente les ratios de déficit public global par rapport au PIB pour les cinq principales économies de la Communauté européenne entre 1979 et 1994. Il apparaît que les ratios actuels de déficit budgétaire, de niveau élevé dans la plupart des pays, ne sont pas le résultat d'une dégradation continue et incurable, puisqu'il y a eu des épisodes d'amélioration substantielle dans la seconde moitié des années quatre-vingt.

GRAPHIQUE 1



Source : Comptes nationaux de l'OCDE.

Le GRAPHIQUE 2 met en lumière l'impact des déficits sur les ratios de dette qui, dans tous les pays à l'exception de l'Italie, avaient décliné ou s'étaient stabilisés avant la récession de 1992-1993.

GRAPHIQUE 2
Dette des administrations publiques*


* Avant 1990, on utilise la définition usuelle de la comptabilité nationale. A partir de 1990, c'est la définition de la dette selon le traité de Maastricht qui est prise en compte. La zone en grisée désigne les montants de dette qui respectent la limite des 60 % du PIB.

Sources : Comptes nationaux de l'OCDE et Eurostat.

La forte augmentation des déficits observée entre 1990 et 1993, à l'exception notable de l'Italie, est en partie due à la longue récession en Europe. Elle montre que dans des conditions économiques déprimées, les stabilisateurs automatiques créent des déficits bien au-delà des limites établies par le traité de Maastricht, même si celles-ci étaient facilement respectées avant la récession. Si ces limites devaient être respectées en permanence, sans que la position des pays dans le cycle économique soit prise en compte, la fonction contracyclique de la politique budgétaire serait paralysée. On peut estimer qu'en moyenne, les stabilisateurs automatiques accroissent le déficit de 2 % du PIB, en cas de récession généralisée à toute l'Europe. L'ampleur de cette variation met en cause le bien-fondé de la limite de 3 % du PIB pour le déficit, si cette limite est interprétée comme une contrainte absolue. Cela impliquerait en effet que le déficit structurel ne soit jamais supérieur à 1 % du PIB. Cette condition n'a été réalisée dans aucun pays européen, Allemagne comprise depuis 1974. Dans la mesure où une récession sévère n'est évidemment pas exclue dans l'UEM, il est important que le traité autorise une certaine flexibilité, destinée à accommoder une chute temporaire de la demande globale (Corsetti & Rubini, 1992).

Cependant, une partie de la détérioration des finances publiques a bien été structurelle. Des indicateurs auxiliaires, comme les soldes structurels et primaires, permettent d'isoler différents effets. Le solde budgétaire structurel reflète ce que

seraient les revenus et les dépenses du gouvernement si la production était à son niveau potentiel, alors que les composants cycliques indiquent dans quelle mesure les gouvernements laissent les stabilisateurs jouer leur rôle contracyclique pendant la récession (ENCADRÉ 1). Le solde primaire, quant à lui, évalue l'ampleur de l'ajustement budgétaire portant sur la part active du budget.

ENCADRÉ 1

Soldes budgétaires structurels et conjoncturels

On ne peut pas juger correctement la valeur d'un solde budgétaire sans le rapporter à la position du pays dans le cycle économique. L'OCDE a élaboré une méthode pour distinguer les composantes structurelle et conjoncturelle du budget des administrations publiques (Giorno & al., 1995).

Le solde conjoncturel est la conséquence de l'évolution mécanique des recettes et des dépenses avec la fluctuation de la production. Puisqu'il est obtenu à politique inchangée, il est totalement subi.

Le solde structurel est la différence entre le solde observé et la composante conjoncturelle. Il prend en compte l'orientation de la politique budgétaire, les mesures de relance et de rigueur.

La séparation des deux composantes se fait par référence au PIB potentiel qui correspond à la pleine utilisation des facteurs de production. Pratiquement, étant donné le chômage chronique existant en Europe, la production potentielle est celle qui permet le plein emploi des capacités de production. Celui-ci est défini par le degré d'utilisation des capacités au-delà duquel, selon l'expérience passée, la probabilité pour que l'inflation s'accélère est supérieure à celle de la stabilité.

Le solde structurel est celui qui apparaîtrait si le PIB était à son niveau potentiel, compte tenu de la structure des dépenses et des recettes. En effet, l'OCDE calcule les élasticités des dépenses et recettes publiques par rapport au PIB effectif, puis applique ces coefficients à la différence entre le PIB potentiel et le PIB effectif pour estimer le solde conjoncturel.

Pratiquement les recettes publiques ont une élasticité de l'ordre de 2 et les dépenses publiques de l'ordre de -0,1. Ce sont donc les recettes qui déterminent essentiellement le solde conjoncturel. Celui-ci est parfaitement corrélé avec l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel.

Il ne faudrait surtout pas en déduire que le solde structurel peut être fortement influencé par les actions volontaristes du gouvernement. Il est lui-même largement subi. D'un côté, de nombreuses dépenses sont déterminées par des règles héritées de l'histoire de la protection sociale et par le statut des fonctionnaires. Parties intégrantes de la répartition des revenus, ces règles ne sont pas modifiables au gré de la volonté gouvernementale. D'un autre côté, le solde structurel comprend les charges du service de la dette publique qui sont très largement subies, ne pouvant être modulées que marginalement grâce à une gestion financière dynamique de la dette publique en utilisant les opportunités fournies par les variations de la courbe des taux d'intérêt.

Le TABLEAU 1 présente les composantes cyclique et structurelle de l'évolution du solde financier global, de manière à mettre en évidence l'influence de la récession de 1993. Outre les principales économies, nous considérons également la situation de trois pays qui ont entrepris des ajustements budgétaires ambitieux dans les années quatre-vingt.

La composante cyclique des budgets indique que la plupart des pays ont laissé les stabilisateurs compenser l'impact négatif de la récession sur la croissance. L'Allemagne est la seule exception car le choc de la réunification y a produit une stimulation expansionniste qui lui a permis de surmonter le caractère récessif de l'environnement international. Cependant, les politiques budgétaires présentent des variations importantes, ainsi que le reflètent les soldes structurels et primaires. Les soldes primaires, très différents, indiquent une absence de convergence qui met en péril la transition vers l'UEM. Cette observation a conduit à des appréciations pessimistes sur la capacité des pays de l'Union européenne à engager des ajustements budgétaires sans mettre en péril la croissance.

TABLEAU 1

Variation* du solde budgétaire entre les années 1979-1989 (moyenne) et 1993

	Solde global	Solde structurel	Solde cyclique	Solde primaire
Allemagne	-1,2	-1,3	+0,1	-0,7
France	-3,7	-2,0	-1,7	-2,3
Italie	+1,4	+2,7	-1,3	+5,9
Royaume-Uni	-5,7	-3,3	-2,4	-6,5
Espagne	-3,2	-2,2	-1,0	0,0
Belgique	+2,4	+3,8	-1,4	+3,4
Pays-Bas	+1,6	+2,3	-0,7	+2,2
Danemark	-1,7	+0,7	-2,4	-1,8

* Améliorations (+) ou dégradations (-) en pourcentage du PIB nominal.

Source : OCDE, *Economic Outlook*, vol. 56, décembre 1994.

Quel a été l'impact du déficit sur la dette publique ? Que peut-on dire de la situation budgétaire des pays dans les cinq années à venir ? La partie suivante analyse le lien entre déficit et dette, et son interprétation à long terme.

La soutenabilité financière en croissance régulière

Le second critère de convergence spécifié par le protocole du traité de Maastricht limite le ratio moyen de dette autorisé dans l'Union européenne à la fin des années quatre-vingt-dix. Cependant, bien que la convergence dépende entièrement des évolutions budgétaires futures, un niveau élevé de dette en pourcentage du PIB est peu représentatif des politiques actuelles ; il n'indique rien sur les politiques futures car ce ratio est presque entièrement hérité du passé. Il en est de la dette publique comme de tout actif financier. Sa comptabilisation en valeur historique n'a rien à voir avec sa valeur économique. Celle-ci est déterminée par la somme actualisée des flux futurs de revenus nets qui permettent de la rem-

bourser. Si la politique budgétaire future permet de rembourser la dette héritée du passé, celle-ci est soutenable quel que soit son niveau.

Calculer d'abord comptablement une condition de stabilisation de la dette est la méthode la plus simple. On part de l'identité entre l'accroissement de la dette et le besoin de financement du secteur public qui est la somme algébrique du solde primaire et du service de la dette :

$$B_t - B_{t-1} = D_t + i_t B_{t-1} \quad (1)$$

dans laquelle B est l'encours de la dette, D le déficit primaire, et i le taux d'intérêt en vigueur sur la dette publique. On définit le déficit primaire comme la différence entre la somme des dépenses et transferts publics d'une part, et celle des revenus fiscaux et revenus du seigneurage issus de l'inflation d'autre part (ENCADRÉ 2). En la déflétant par le PIB nominal, on peut réécrire l'équation (1) sous la forme :

$$b_t - b_{t-1} = d_t + (i_t - \pi_t - g_t) b_{t-1} \quad (2)$$

où les minuscules sont les variables indiquées en majuscules ci-dessus divisées par le PIB nominal, π désigne le taux d'inflation et g le taux de croissance réel du PIB.

Stabiliser le ratio dette sur PIB revient à contraindre à zéro le membre de gauche de l'équation (2). Il en résulte un déficit primaire en % du PIB égal à :

$$d_t = (g_t + \pi_t - i_t) b_{t-1} \quad (3)$$

Considéré comme une condition de soutenabilité à long terme, le critère économique dit qu'un pays peut supporter un ratio élevé de dette, si et seulement si, il est capable d'une forte croissance, ce qui implique un taux d'épargne nationale élevé. Lorsque la croissance ralentit, la condition de soutenabilité entraîne que le déficit public rapporté au PIB doit baisser. Le niveau de la dette soutenable n'est pas indéterminé. Mais il ne dépend pas de la fixation d'une limite (par exemple 60 %) qui n'a de sens économique que pour les conditions de croissance postulées au moment où elle a été fixée.

Il est quelquefois objecté à ce critère économique de soutenabilité qu'il est plus facilement satisfait pour un pays très endetté parce que, selon l'équation (3), le déficit soutenable est proportionnel à la dette passée. Cependant cette interprétation est généralement erronée, car elle n'est vraie que si le terme $(g_t + \pi_t - i_t)$ est positif, c'est-à-dire si le taux de croissance nominal du PIB est supérieur au taux d'intérêt nominal. Ceci n'est pas le cas dans la période récente, où au contraire plus les pays sont endettés initialement, plus ils doivent dégager des excédents primaires pour parvenir à stabiliser leur ratio dette sur PIB.

A l'état stationnaire, lorsque toutes les variables sont sur un sentier de croissance régulière, la condition de stabilité (3) peut se réécrire en fonction du déficit budgétaire f , y compris paiement d'intérêts et toujours rapporté au PIB :

$$f = (\pi + g) b \quad (4)$$

Dans la mesure où le traité de Maastricht impose un plafond au taux d'inflation, la règle de soutenabilité implique qu'un gouvernement peut accepter un déficit permanent aussi longtemps que la croissance réelle du PIB est positive. Symétriquement, elle indique qu'un gouvernement doit réduire le déficit public quand l'économie connaît un ralentissement en termes réels.

ENCADRÉ 2

Dynamique de la dette publique

La dynamique de la dette publique décrite par les équations (1) et (2) du texte résulte strictement de l'accumulation des flux. Plus généralement la variation dans le temps de la dette publique est donnée par l'équation :

$$B_t - B_{t-1} = D_t + i_t B_{t-1} + A_t$$

B_t est le stock de dette et D_t le déficit primaire. i_t est le taux d'intérêt implicite payé sur la dette brute. A_t est un terme d'ajustement qui représente l'ensemble des variations de la dette qui ne proviennent pas de l'accumulation des flux. Ce terme regroupe l'ensemble des revalorisations provenant de conventions comptables, de réévaluations associées aux privatisations, aux annulations de dettes et créances, à l'exercice de garanties gouvernementales.

Cet ajustement est très hétérogène selon les pays et son évaluation très disparate selon qu'elle provient de l'OCDE ou des statistiques communautaires. En outre, cette variable n'a aucune raison d'avoir une tendance. Dans les séries passées, elle est incorporée dans les chiffres de la dette utilisés. Pour le futur, elle ne peut être précisément estimée dans une perspective à moyen terme. En posant $A_t = 0$, on aboutit à l'équation (1) du texte.

Le TABLEAU 2 compare les performances en termes de déficit des cinq pays en 1994 et en 2000, en utilisant à la fois la règle des 3 % imposée par le traité et la règle de soutenabilité statique. Les calculs sont fondés sur les prévisions d'inflation, de croissance, de ratio dette/PIB et déficit/PIB fournies par l'OCDE, prévisions établies sous l'hypothèse que ces pays mènent des politiques économiques conformes aux critères de convergence.

Bien que la règle de soutenabilité semble moins restrictive que le critère de 3 %, son respect nécessite également une réduction des déficits de la plupart des pays, à l'exception de l'Allemagne. Si le déficit soutenable en 1994 est supérieur à 3 % pour tous les pays à l'exception de la France (colonne 2), tous les pays (sauf l'Allemagne) violent effectivement à la fois la règle des 3 % et la règle de soutenabilité (colonne 1) : il leur faut donc imposer aux finances publiques une discipline budgétaire pendant les 5 années à venir pour être en mesure d'adhérer à l'UEM.

Même en supposant que tous les pays s'imposent cette rigueur budgétaire, l'Italie n'est pas en mesure d'adhérer à l'UEM en 2000 compte tenu du critère de 3 % (colonne 3). En revanche, tous les pays, y compris l'Italie, respecteraient le critère de soutenabilité en l'an 2000, et pourraient donc participer à l'UEM selon ce critère (colonne 4). Le TABLEAU 2 suggère donc que, si les pays ne se conforment pas à la règle de soutenabilité pendant le ralentissement économique et ne réduisent pas leurs déficits de manière procyclique, ils devront procéder à cet ajustement budgétaire plus tard et peser sur les déficits de manière contracyclique. Cette prise en compte des situations conjoncturelles dans la maîtrise de l'endettement ne conduit pas à rejeter la définition économique de la soutenabilité. Mais elle indique que l'hypothèse de croissance régulière est trop restrictive pour en donner une expression opérationnelle.

TABLEAU 2

Critères budgétaires				
Croissance du ratio de dette publique (variation moyenne en % par rapport à la période précédente)				
	1980-1990	1991-1994	1995-2000	Niveau en 2000
Allemagne	3,2	3,9	1,2	54,9
France	2,3	8,7	1,5	54,1
Italie	4,6	5,7	-0,2	120,9
Royaume-Uni	-4,1	14,2	-0,7	50,8
Espagne	10,3	9,3	2,0	72,3

Ratio de déficit observé ou prévu, et ratio de déficit soutenable				
	Déficit en 1994	Soutenable	Déficit en 2000	Soutenable
Allemagne	2,7	3,0	1,5	2,8
France	5,7	2,0	1,3	2,6
Italie	9,7	7,3	4,2	6,9
Royaume-Uni	6,8	3,3	0,7	3,1
Espagne	6,8	3,8	2,9	4,3

Sources : OCDE, *Economic Outlook*, vol. 56, décembre 1994, et calculs des auteurs.

D'ailleurs les plans de convergence présentés par les gouvernements des pays candidats à l'UEM les conduisent à adopter des programmations budgétaires pluriannuelles. Il est naturel que la condition de soutenabilité s'inscrive dans ces programmations. C'en est même l'évaluation la plus rigoureuse puisqu'elle englobe la totalité des perspectives budgétaires à moyen terme. Ainsi, l'existence d'un déficit élevé au cours d'une année particulière peut se révéler sans importance si des excédents ultérieurs équilibrent le budget à moyen terme. A l'inverse, un chiffre de déficit satisfaisant en apparence au cours d'une année ne dit rien sur le profil de la dette publique à moyen terme. La partie suivante analyse la soutenabilité dynamique de la contrainte budgétaire (ou la contrainte actualisée), afin de proposer une évaluation réaliste de la consolidation des finances publiques.

La soutenabilité dynamique : un cadre intertemporel

La résolution prospective de l'équation (2) permet de définir une politique budgétaire soutenable dans le futur :

$$b_t - E_t \gamma_{t+n} b_{t+n} = E_t \sum_{i=1}^n \gamma_{t+i} d_{t+i} \quad (5)$$

où le facteur d'actualisation prospectif γ est défini par :

$$\gamma_{t+i} = \prod_{i=1}^n \frac{1}{1 + i_{t+i} - \pi_{t+i} - \theta_{t+i}} \quad (6)$$

L'approche générale de la littérature⁴ consiste à prendre un horizon infini, où la condition de soutenabilité est :

$$\lim_{n \rightarrow \infty} E_t \gamma_{t+n} b_{t+n} = 0 \quad (7)$$

L'équation (7) indique que la contrainte budgétaire intertemporelle est satisfaite quand la valeur actualisée du ratio anticipé de dette publique par rapport au PIB tend vers zéro (les jeux de Ponzi ne sont pas autorisés). Dans ce cas, l'équation (5) indique que la dette actuelle sera remboursée par les valeurs actualisées des excédents primaires anticipés.

Cependant, il reste moins de quatre ans avant 1999 ; nous devons donc considérer ce problème en temps fini. La procédure employée par Blanchard & al. (1990) et Wickens (1994) permet de déduire une mesure de l'effort budgétaire requis par la contrainte de soutenabilité. Cette mesure est appliquée pour évaluer les positions budgétaires des économies en l'an 2000. On doit ensuite se fixer le ratio désiré b^* de la dette à la fin de la période de programmation. Selon le traité de Maastricht, ce ratio ne devrait pas dépasser 60 %. On peut alors réécrire l'équation (5) sous la forme suivante :

$$b_t - E_t \gamma_{t+n} b_{t+n}^* = E_t \sum_{i=1}^n \gamma_{t+i} d_{t+i} \quad (8)$$

L'équation (8) peut être interprétée comme suit. La partie gauche de l'équation représente l'écart entre d'une part le ratio actuel du stock de dette, et d'autre part la valeur anticipée et actualisée au temps t du ratio de dette désirée n périodes plus tard. Cet écart peut aussi être interprété comme la décumulation (accumulation) désirée de dette quand le ratio de dette future actualisé est inférieur (supérieur) au ratio actuel. La partie droite correspondante de l'équation représente le flux des surplus/déficits primaires futurs actualisés qui est anticipé au temps t .

Si l'État est endetté, la politique budgétaire est soutenable quand le gouvernement anticipe une décumulation du niveau désiré de la dette grâce à des excédents primaires futurs. Notons qu'il n'est pas nécessaire que le budget primaire soit en excédent chaque année. Il suffit que la somme actualisée des excédents/déficits permette de rembourser la dette existante. Lorsque la politique soutenable correspond à une partie gauche de l'équation (8) positive, elle est cohérente avec le critère de Maastricht qui impose aux pays dont le ratio de dette est supérieur à 60 % de réduire leur dette suffisamment. La soutenabilité apporte une interprétation rigoureuse et opérationnelle à ce « suffisamment ».

Lorsque la partie gauche de l'équation est négative, le niveau de dette désiré est supérieur à son niveau effectif. Cela signifie que le gouvernement souhaite mener une politique qui entraîne des déficits primaires conduisant à accroître l'endettement. A moins que des mesures de correction ne soient adoptées ultérieurement, cette évolution entraîne un profil non viable de l'endettement, en ce sens que la condition de soutenabilité à long terme, exprimée par l'équation (7), n'est pas respectée.

4. La soutenabilité du déficit budgétaire a été largement étudiée à la fin des années quatre-vingt. Dans le cadre de la contrainte budgétaire américaine, voir Flavin (1989), Hakkio & Rush (1991), Kremers (1989) et Trehan & Walsh (1988). Au niveau international, voir Blanchard & al. (1990) et Wickens (1994). Le concept de soutenabilité a été appliqué à la contrainte budgétaire internationale par Trehan & Walsh (1991) et Wickens & Uctum (1993).

Toutefois la partie gauche de l'équation (8) peut être négative pour d'autres raisons qui n'impliquent pas nécessairement une violation de la soutenabilité. Le niveau de la dette courante au temps t peut, par exemple, être exceptionnellement bas eu égard à l'objectif du gouvernement à moyen terme. Tel fut le cas du Royaume-Uni au début des années quatre-vingt. Le signe négatif du membre de gauche de l'équation (8) peut aussi provenir d'un taux d'actualisation très bas (donc d'un facteur d'actualisation très élevé) à cause de taux d'intérêt réels élevés ou de taux de croissance faibles. Ce sont alors des facteurs cycliques, c'est-à-dire temporaires qui provoquent une évolution défavorable de la dette.

On peut calculer un ratio moyen constant de pression fiscale, τ^* , satisfaisant l'équation (8). On en déduit une mesure de pression de l'effort budgétaire à accomplir pour que l'endettement soit soutenable. L'effort budgétaire est la différence entre la pression fiscale théorique (τ^*) et la pression fiscale effective (τ) dont l'expression est donnée par l'équation (9).

$$\tau^* - \tau = \left[E_t \sum_{i=1}^n \gamma_{t+i} \right]^{-1} \left[b_t - E_t \gamma_{t+n} b_{t+n}^* + E_t \sum_{i=1}^n \gamma_{t+i} d_{t+i} \right] \quad (9)$$

Lorsque la partie gauche de l'équation (8) est positive, la pression fiscale garantissant la soutenabilité de la politique budgétaire est supérieure à la pression fiscale en vigueur. Il faut donc accomplir un effort budgétaire en programmant des excédents primaires adéquats dans les prochaines années. Lorsque la partie gauche de l'équation (8) est négative, il n'y a pas besoin de faire un effort budgétaire supplémentaire. Au contraire le gouvernement peut réduire les impôts ou augmenter les dépenses publiques sans danger pour la soutenabilité de la dette publique.

L'indicateur d'effort budgétaire défini ci-dessus présente l'avantage de proposer une mesure simple, fondée sur des variables observables ou des prévisions disponibles, qui peut facilement être mise en œuvre. Celle-ci va être maintenant utilisée pour analyser la soutenabilité des situations budgétaires dans les cinq pays européens.

L'UEM et la soutenabilité des déficits budgétaires dans cinq pays européens

Les tableaux (ENCADRÉ 3) présentent les parties gauche et droite de l'équation (8), ainsi que l'effort budgétaire en résultant, décrite dans l'équation (9). Pour une période de planification de 5 ans ($n=5$), celle-ci évalue la condition de soutenabilité chaque année. Jusqu'en 1989, chaque graphique est construit avec les valeurs observées des variables. Ces valeurs permettent d'obtenir des mesures *ex post* de l'accumulation de la dette, du déficit et de l'effort budgétaire. Après 1990, les calculs incluent des prévisions de croissance, d'inflation, de taux d'intérêt, de dette et de déficit. Les mesures pour 1991, par exemple, utilisent les valeurs observées en 1992, 1993 et 1994, et les prévisions pour 1995 et 1996. A partir de 1994, tous les calculs sont faits à l'aide de prévisions (ENCADRÉ 3).

ENCADRÉ 3

Hypothèses du scénario de base

Les données nécessaires pour appliquer l'équation (8) du texte sont : les ratios de dette rapportée au PIB, les soldes budgétaires primaires en % du PIB, les taux d'intérêt implicites (calculés à partir des paiements d'intérêts sur les dettes publiques), les taux de croissance et les taux d'inflation. Ces données sont présentées pour chacun des pays étudiés. Elles couvrent ici les années 1991 (signature du traité de Maastricht) à 1996, avec une projection pour 2000.

Toutes ces données proviennent de l'OCDE (1995a), sauf pour les soldes primaires et les paiements d'intérêts où la projection 2000 provient d'une source OCDE pas encore publiée. En conséquence, ces chiffres n'apparaissent pas dans les tableaux mais ils ont été utilisés pour calculer les variables décrites sur les graphiques 3 à 5 pour les différents scénarios.

Calculer les valeurs des variables entre 1996 et 2000 a été possible grâce à une approximation linéaire convergeant vers les valeurs de l'an 2000, gardées constantes jusqu'en 2005. Le calcul des taux d'intérêt implicites, sous l'hypothèse d'une politique monétaire plus accommodante, repose sur l'hypothèse d'une détente monétaire progressive qui, en 2005, réduirait les taux d'intérêt implicites d'environ 20 à 30 % selon les pays. Les points intermédiaires entre 1996 et 2005 découlent d'une approximation linéaire à partir de 2005, en remontant le temps pour converger vers les valeurs de 1996.

Ratio de dette publique rapportée au PIB (en %)

Années	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Espagne
1991	41,2	41,1	110,3	40,6	51,5
1992	45,6	45,4	116,7	47,7	54,3
1993	52,0	52,6	118,4	65,9	65,7
1994	51,5	54,7	123,9	54,5	68,2
1995	60,0	57,5	124,4	56,8	70,8
1996	59,9	59,1	124,0	58,1	72,8
2000	61,3	61,7	106,3	46,5	71,4

Solde budgétaire primaire (en % du PIB) excédents (+) ou déficit (-)

Années	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Espagne
1991	-1,3	+0,4	-0,5	-0,5	-1,3
1992	-0,2	-1,2	+1,4	-4,1	-0,2
1993	-1,0	-3,2	+2,1	-5,6	-2,5
1994	+0,1	-2,9	+1,3	-4,3	-1,8
1995	+0,2	-1,8	+2,9	-2,1	-1,0
1996	+0,4	-0,6	+3,8	-1,0	+0,4
2000	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Paiements d'intérêts sur la dette publique

En pourcentage du PIB

Années	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Espagne
1991	2,0	2,5	9,7	2,1	3,6
1992	2,6	2,8	10,9	2,1	3,9
1993	2,6	3,0	11,6	2,2	4,9
1994	2,7	3,1	10,3	2,6	4,8
1995	3,3	3,2	10,3	2,9	4,9
1996	3,4	3,3	9,8	2,7	5,4

Croissance réelle du PIB

Années	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Espagne
1991	5,0	0,8	1,2	-2,0	2,2
1992	2,2	1,3	0,7	-0,5	0,7
1993	-1,2	-1,5	-1,2	2,3	-1,1
1994	2,9	2,9	2,2	3,8	2,0
1995	2,1	2,7	3,1	2,7	3,2
1996	2,4	2,2	2,7	2,4	2,9
2000	3,1	2,9	3,0	2,8	3,4

Inflation

Déflateur du PIB, moyenne mobile sur un an

Années	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Espagne
1991	3,9	3,3	7,7	6,5	7,1
1992	5,5	2,1	4,5	4,4	6,7
1993	3,8	2,5	4,3	3,3	4,4
1994	2,3	1,3	3,6	2,1	4,1
1995	2,3	2,1	5,1	1,9	4,3
1996	2,0	2,1	4,4	2,5	3,5
2000	2,4	2,2	4,4	3,0	3,1

Taux d'intérêt implicites

Paiements d'intérêts rapportés à la dette publique

Politique monétaire existante

Années	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Espagne
1991	4,9	6,1	8,8	5,2	7,0
1992	5,7	6,2	9,3	4,4	7,2
1993	5,0	5,7	9,8	3,9	7,5
1994	5,2	5,7	8,3	4,8	7,0
1995	5,5	5,6	8,3	5,1	6,9
1996	5,7	5,6	7,9	4,6	7,4

Politique monétaire plus accommodante

Années	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Espagne
1991	4,9	6,1	8,8	5,2	7,0
1992	5,7	6,2	9,3	4,4	7,2
1993	5,0	5,7	9,8	3,9	7,5
1994	5,2	5,7	8,3	4,8	7,0
1995	5,5	5,6	8,3	5,1	6,9
1996	5,7	5,6	7,9	4,6	7,4

Les prévisions jusqu'en 1997 proviennent toutes de l'OCDE (1995b). Une autre publication de l'OCDE propose également des prévisions de croissance, d'inflation, de taux d'intérêt et de dette jusqu'en 2000 (OCDE, 1994). La valeur de ces variables de 1997 à 2000 est donnée par une approximation linéaire convergeant vers les valeurs prévues pour 2000 ; par la suite, nous conservons les prévisions établies par l'OCDE jusqu'en 2005 ce qui suppose ainsi implicitement que le sentier dynamique converge vers un état stationnaire au début de l'UEM.

Les profils dynamiques d'endettement sont calculés conformément à l'équation (8) d'où l'on déduit l'effort budgétaire requis d'après l'équation (9). Ces calculs sont conduits selon différentes contraintes imposées à la dette publique et selon différentes conditions initiales pour évaluer l'incidence de la récession du début de la décennie et du niveau élevé des taux d'intérêt réels. Les trois scénarios ainsi élaborés sont représentés par les GRAPHIQUES 3, 4 et 5.

Le GRAPHIQUE 3 décrit l'évolution du membre de gauche et du membre de droite de l'équation (8), ainsi que l'effort budgétaire à accomplir sous la seule contrainte de soutenabilité de l'endettement. Ce scénario suppose que les pays poursuivent les politiques de consolidation budgétaire qu'ils ont mises en œuvre conformément à leurs plans de convergence. Il se place dans le contexte macroéconomique fourni par les prévisions de l'OCDE jusqu'en 2000 pour la croissance, l'inflation, le taux d'intérêt dans chacun des pays considérés.

Le GRAPHIQUE 4 montre quel doit être l'effort budgétaire lorsqu'on impose la contrainte d'un ratio de dette publique au PIB égal à 60 % maximum pour pouvoir faire partie de l'union monétaire. Ce scénario est traité selon deux hypothèses d'évolution des taux d'intérêt.

Le GRAPHIQUE 5 permet, par comparaison au scénario de base du GRAPHIQUE 3, d'estimer l'incidence des conditions cycliques défavorables au début des années quatre-vingt-dix sur la viabilité des politiques budgétaires. Ce scénario décrit, en effet, ce qu'aurait été la contrainte de soutenabilité de l'endettement public si les politiques budgétaires avaient consisté à conserver les soldes primaires de l'année 1989.

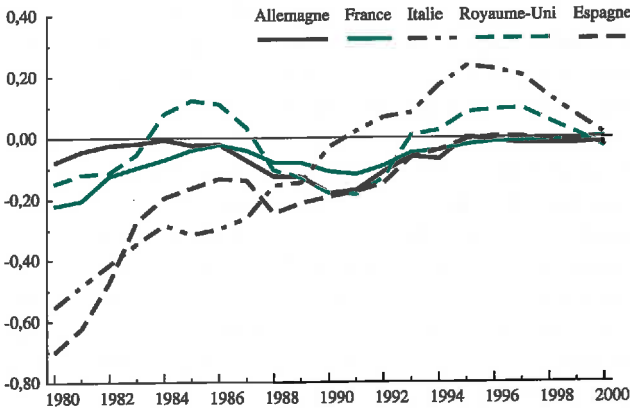
Le scénario de base : les finances publiques des pays européens sont-elles soutenables ?

Le premier élément (3A) du GRAPHIQUE 3 décrit l'évolution du membre de gauche de l'équation (8). C'est l'écart entre le ratio effectif de la dette une année donnée et la valeur actualisée du niveau désiré de la dette cinq ans plus tard. Le second élément (3B) montre l'évolution du membre de droite de l'équation (8). C'est la somme actualisée des excédents ou déficits primaires futurs sur une période de cinq ans au-delà de chacune des années considérées. Le troisième élément (3C) est l'effort budgétaire supplémentaire requis par la condition de viabilité pour égaliser les deux premiers éléments conformément à l'équation (9). Un effort budgétaire négatif signifie que l'endettement est soutenable avec les politiques en cours et qu'il est même possible de réduire la pression fiscale ou d'augmenter les dépenses publiques sans danger pour la solvabilité de la dette publique.

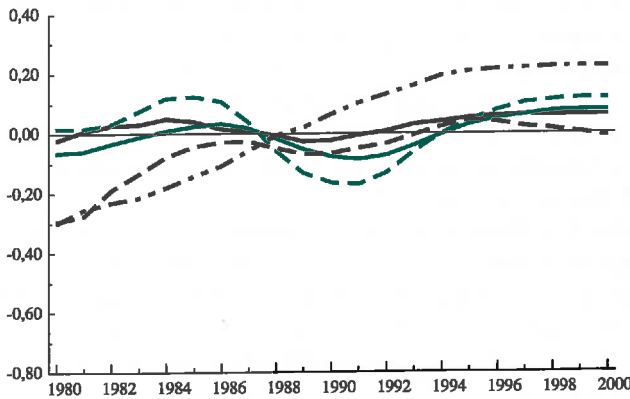
GRAPHIQUE 3

Soutenabilité des finances publiques des grands pays européens

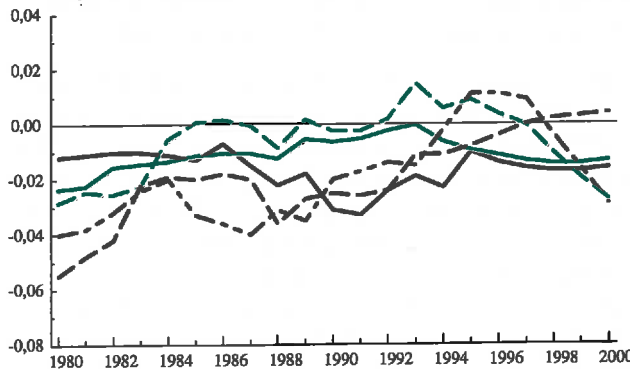
A) Membres de gauche de l'équation (8)



B) Membre de droite de l'équation (8)



C) Effort budgétaire (+ ou -) à accomplir par rapport à la politique budgétaire en vigueur pour assurer la soutenabilité (rapporté au PIB)



L'examen du GRAPHIQUE 3 aboutit à des conclusions encourageantes pour quiconque est disposé à considérer un critère de convergence économiquement sensé pour les dettes publiques. En effet, les profils d'endettement (GRAPHIQUE 3A) font état d'une réduction du rythme anticipé de l'endettement futur actualisé dans les pays les plus endettés. Ainsi l'Italie et l'Espagne ont débuté les années quatre-vingt avec un rythme d'accumulation très élevé de la dette, puisque le niveau actualisé de la dette cinq ans plus tard était très supérieur au niveau courant de la dette. Cet écart n'a pratiquement pas cessé de se réduire. Il est vrai que dans les années quatre-vingt, cette réduction apparente de l'accumulation de la dette provenait surtout d'une inflation et d'une croissance relativement fortes. Il en a résulté en Italie et en Espagne un coefficient d'actualisation plus élevé que dans les trois autres pays. Un coefficient élevé déprécie davantage la valeur de l'endettement futur et réduit son écart à la dette actuelle plus rapidement que dans les pays à inflation et croissance plus faibles. En Allemagne, en France et au Royaume-Uni toutefois, les gouvernements ont profité du regain de croissance dans la période 1986-90 pour relancer l'augmentation de leur endettement. C'est pourquoi les profils contrastés des deux catégories de pays au cours des années quatre-vingt ont rapproché les situations, relativement aux disparités très fortes dix ans plus tôt. Dans les années quatre-vingt-dix, on remarque l'importance de l'austérité budgétaire en dépit de la récession, tendance que les chiffres courants apparents du besoin de financement et de la dette des administrations publiques contribuent à masquer. Tous les pays sont parvenus à ralentir l'accumulation anticipée de leur dette de 1991 à 1995 et vont parvenir à la réduire après 1995 en poursuivant les politiques actuellement en vigueur (GRAPHIQUE 3A). De même tous ont réduit la somme actualisée de leurs déficits primaires anticipés à partir de 1991 et sont parvenus ou vont parvenir à réaliser des excédents primaires actualisés à partir de 1995 (GRAPHIQUE 3B).

Le jugement synthétique que l'on peut porter sur la convergence budgétaire est donné par le GRAPHIQUE 3C. Il est très satisfaisant : si le critère de soutenabilité dynamique de l'endettement public était appliqué pour évaluer la convergence, tous les grands pays européens pourraient faire partie de l'UEM. Quatre des cinq pays n'auraient pas d'effort budgétaire supplémentaire à faire par rapport à la consolidation qu'ils mettent en œuvre. Seule l'Espagne devrait renforcer les restrictions budgétaires avec une ampleur qui reste tout à fait raisonnable.

Le deuxième scénario : soutenabilité et critère de dette de Maastricht

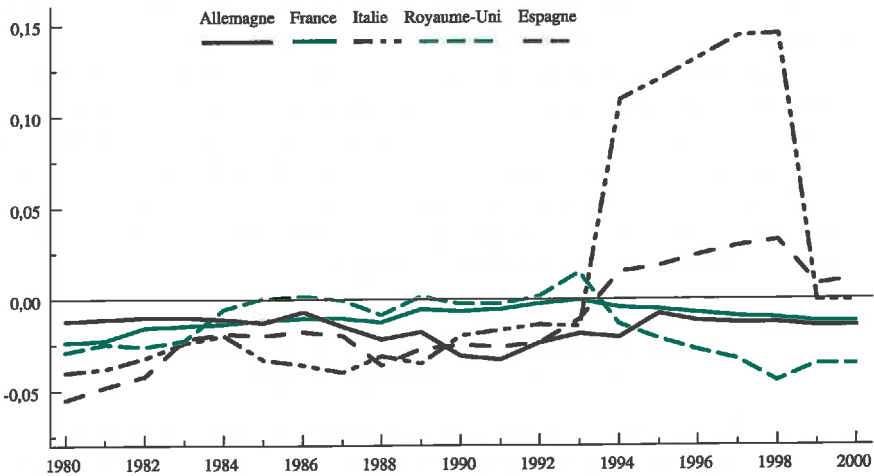
Quel est maintenant l'effort budgétaire supplémentaire que les pays devraient accomplir si l'obligation de ne pas dépasser un ratio de 60 % de dette rapportées au PIB était incorporée comme une contrainte supplémentaire dans la condition de soutenabilité intertemporelle ? Le GRAPHIQUE 4 présente directement l'effort budgétaire à accomplir. Ces calculs sont effectués selon deux hypothèses, l'une plus restrictive et l'autre plus accommodante, concernant l'évolution des taux d'intérêt implicites sur le service de la dette.

Le respect du critère des 60 % ne modifie pas la conclusion du scénario de base pour l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni car cette contrainte n'est pas active pour les trois pays. En revanche, elle est intolérable pour l'Italie et très

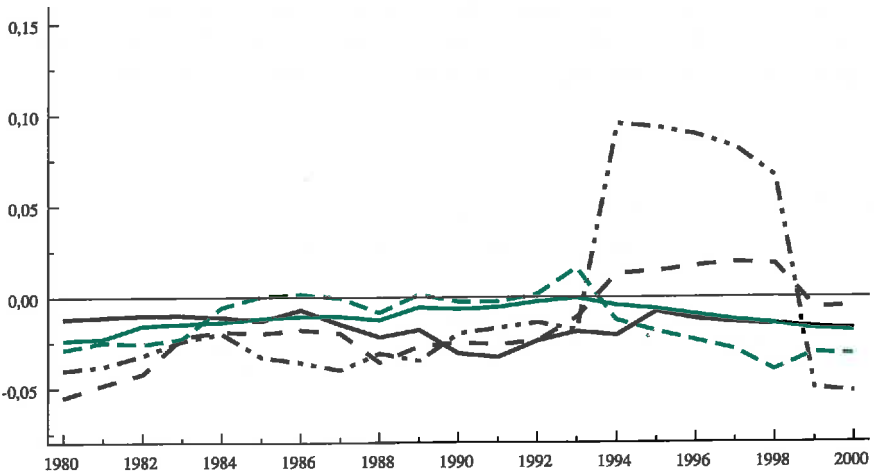
GRAPHIQUE 4

Soutenabilité et critère de dette de Maastricht

A) Effort budgétaire à accomplir avec politique monétaire rigoureuse (rapporté au PIB)



B) Effort budgétaire à accomplir avec politique monétaire accommodante (rapporté au PIB)



pénible à supporter pour l'Espagne. Le GRAPHIQUE 4A indique en effet que l'excédent budgétaire primaire devrait s'élever jusqu'à 15 % du PIB en sus de l'effort déjà énorme que l'Italie accomplit depuis 1992 ! Pour l'Espagne l'effort supplémentaire devrait se situer entre 2 et 3 % du PIB pendant quatre ans, ce qui paraît difficile à envisager. Le GRAPHIQUE 4B montre que ces conclusions ne sont pas qualitativement modifiées si ces deux pays peuvent bénéficier d'une détente monétaire plus importante en Europe. La baisse des taux d'intérêt de marché ne se

répercute en effet que progressivement sur les taux d'intérêt implicites au fur et à mesure du refinancement de la dette.

Comparer les conclusions du scénario du critère de Maastricht avec le scénario de base permet de proposer une interprétation économiquement fondée de ce critère. Le traité envisage que les pays ne pouvant pas respecter le niveau de 60 % seront examinés en fonction des efforts accomplis pour faire baisser la dette « suffisamment ». Mais aucune interprétation n'est donnée de ce « suffisamment ». Le critère de soutenabilité en procure une rigoureuse : c'est le niveau anticipé de la dette actualisée, inclus dans les programmes de convergence présentés par les pays, qui doit baisser. Il baisse « suffisamment » si la soutenabilité dynamique de l'endettement public est respectée. Dans le cas où la politique d'assainissement budgétaire actuellement menée par l'Italie et légèrement renforcée pour l'Espagne serait poursuivie jusqu'à la date prévue pour la création de l'UEM, ces deux pays auront fait baisser leur endettement « suffisamment ».

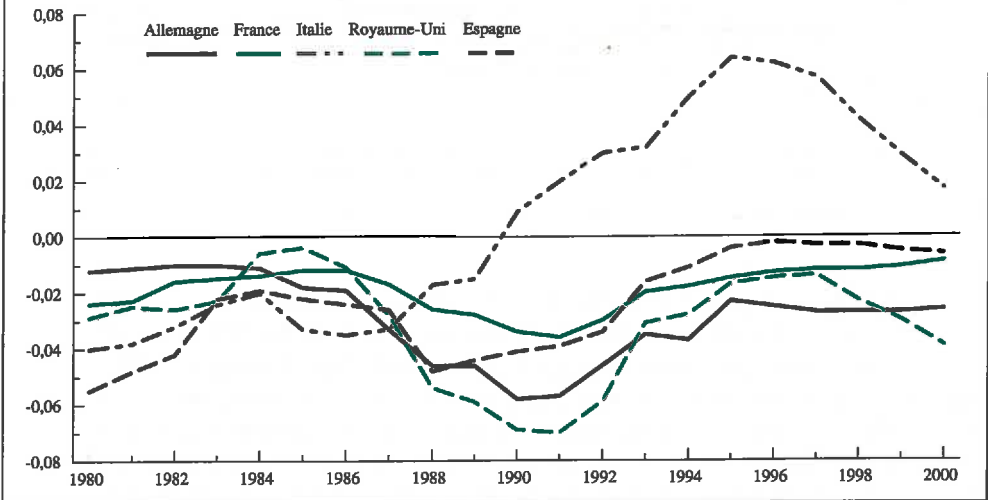
Le troisième scénario : soutenabilité et influence de la conjoncture

Pour évaluer l'influence de la récession du début de la décennie, on a recalculé le profil d'endettement soutenable et l'effort budgétaire induit dans l'hypothèse où les soldes primaires auraient été ceux de l'année 1989 (GRAPHIQUE 5). En comparant les résultats de ce scénario et ceux du scénario de base, on en déduit l'influence de la conjoncture. Elle se manifeste de deux manières : d'une part avec les stabilisateurs automatiques, d'autre part avec l'inflexion des politiques budgétaires discrétionnaires du fait de la récession. Les conséquences pour l'effort budgétaire requis s'observent en comparant les GRAPHIQUES 3C et 5.

GRAPHIQUE 5

Soutenabilité et influence de la conjoncture

Soldes rapportés au PIB si les soldes primaires sont maintenus constants à leur niveau de 1989.



Si la récession n'avait pas eu lieu, aucun pays, sauf l'Italie, n'aurait, après la signature du traité de Maastricht, rencontré de contrainte pour préserver la soutenabilité de ses finances publiques. Au contraire, la récession entraîne de fortes tensions pour l'Espagne à partir de 1996 et pour le Royaume-Uni entre 1992 et 1996. Quant à la France, la détérioration conjoncturelle du solde primaire en 1993 l'a conduite à la limite du partage entre soutenabilité et insoutenabilité sur le GRAPHIQUE 3C, alors qu'elle ne rencontre aucun problème sur le GRAPHIQUE 5. Le cas de l'Italie est particulier car ce pays s'est engagé dans une consolidation budgétaire rigoureuse en pleine récession au début des années quatre-vingt-dix. Aussi, pour ce pays, maintenir le solde primaire de 1989 au cours des années ultérieures conduit-il à des résultats plus défavorables. L'effort budgétaire supplémentaire requis est positif dès 1990 et s'élève à 6 % du PIB en 1995, avant de se réduire dans la deuxième partie de la décennie avec la reprise économique sans toutefois parvenir à rétablir la soutenabilité avant l'an 2000. Au contraire, l'assainissement budgétaire effectivement accompli amortit les difficultés résiduelles. Le GRAPHIQUE 3C montre un effort budgétaire requis positif entre 1994 et 1998, mais une soutenabilité rétablie pour la constitution de l'UEM.

Globalement, la récession a détérioré la viabilité des politiques budgétaires. Mais tous les pays ont remarquablement réagi et sont tous capables de rétablir des finances publiques saines avant la fin du siècle. Comme le critère de soutenabilité dynamique proposé ici incorpore déficit budgétaire et dette publique, éléments conjoncturels et structurels dans un indicateur synthétique qui est aussi un objectif de politique économique (l'effort budgétaire à accomplir), les débats actuels sur les élus et les exclus de l'UEM viennent essentiellement du caractère artificiel des critères choisis dans le traité de Maastricht.

Conclusion

Les contraintes que le traité de Maastricht impose à la politique budgétaire dureront au-delà de la formation de l'UEM. Cependant, avec l'abandon de l'indépendance monétaire, la politique budgétaire devrait gagner en importance après la mise en place de l'Union. Mais son rôle est contradictoire ce qui suggère que les contraintes budgétaires devraient comporter à la fois de la discipline et de la flexibilité.

Les contraintes spécifiques au déficit et à la dette énoncées dans le traité sont indifférentes à la détérioration budgétaire causée par les stabilisateurs automatiques au cours d'une récession et manquent donc de flexibilité. Elles ont été établies de manière *ad hoc*, avant que la récession ne touche, en 1990, l'Europe. Alors que la plupart des économies présentaient à ce moment là une situation budgétaire satisfaisante et étaient en mesure de satisfaire les critères budgétaires, fort peu d'entre elles le pouvaient en 1995.

C'est le concept de "soutenabilité" des déficits tel qu'il a été défini dans le traité qui a été repris ici. Après avoir analysé les aspects cycliques et structurels des déficits observés depuis 1994, une approche intertemporelle et prospective a permis d'évaluer les situations budgétaires des pays jusqu'en 2000, en utilisant différents scénarios. Ce cadre d'analyse présente l'avantage sur les critères budgétaires de Maastricht de proposer aux pays différentes options à suivre pour

adhérer à l'UEM, tout en tenant compte de l'effet des cycles économiques sur le déficit et l'accumulation de la dette.

Cette démarche montre que si les pays se conforment à règle de soutenabilité, l'adhésion à l'UEM leur impose de mener des politiques budgétaires rigoureuses jusqu'en 2000. Toutefois les restrictions budgétaires qui ont été adoptées mettent quatre des cinq grands pays en mesure d'adhérer. Pour l'Espagne, l'étude estime l'ampleur de l'effort budgétaire supplémentaire à entreprendre pour présenter un déficit soutenable.

Ces résultats dépendent du profil de la conjoncture. Ils soulignent l'effort exceptionnel accompli par l'Italie qui a pris des mesures efficaces d'assainissement budgétaire, au point d'envisager la participation à l'UEM si le critère rationnel d'endettement soutenable est appliqué.

Si l'on introduit la limite à l'endettement de 60 % du PIB, il apparaît que l'Italie ne peut satisfaire à ce critère que sous des conditions irréalistes. L'Espagne doit faire des efforts supplémentaires à la limite du vraisemblable pour s'y conformer. La comparaison de ces conclusions avec celles qui découlent du critère de soutenabilité dynamique souligne le caractère artificiel et dépourvu de fondements économiques des critères budgétaires adoptés par le traité de Maastricht.

M. A., M. U.

RÉFÉRENCES

- Aglietta M. (1995), « The Transition to EMU : Structural and Strategic Aspects », *Federal Reserve Bank of New York Research Paper*, 9511.
- Begg D., P. A. Chiappori, F. Giavazzi, C. Mayer, D. Neven, L. Spaventa, X. Vives & C. Wyplosz (1991), *The Making of Monetary Union*, Monitoring European Integration n°2, Center for Economic Policy Research, CEPR, Londres.
- Blanchard O. (1992), « Le rôle de la politique budgétaire dans l'Union économique et monétaire », in *La désinflation compétitive, le mark et les politiques budgétaires en Europe*, Groupe international de politique économique de l'OFCE, Paris : Le Seuil, mars.
- Blanchard O., J. C. Chouraqui, R. P. Hagemann & N. Sartor (1990), « The Sustainability of Fiscal Policy : New Answers to an Old Question », *OECD Economic Studies*, n° 15, automne, pp. 7-36.
- Bovenberg A. L., J. J. M. Kremers & P. Masson (1991), « Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policies », *IMF Staff Papers*, vol. 38, n° 2, juin.
- Buiter W. H., G. Corsetti & N. Roubini (1993), « Excessive Deficits : Sense and Nonsense in The Treaty of Maastricht », *Economic Policy*, n° 16.
- Bureau D. & P. Champsaur (1992), « Fiscal Federalism and European Economic Unification », *American Economic Review*, mai.
- Commission of the European Communities (1990), « One Market, One Money », *European Economy*, n° 44, octobre.
- Corsetti G. & N. Roubini (1991), « Fiscal Deficits, Public Debt and Government Solvency : Evidence From OECD Countries », *Journal of the Japanese and International Economies*, 5.
- Corsetti G. & N. Roubini (1992), « The Maastricht Treaty : A Look at the Fiscal Aspects », *Review of Economic Conditions in Italy*, automne.
- Craig R. S. (1995), « Who Will Join EMU ? Impact of the Maastricht Convergence Criteria on Economic Policy Choice and Performance », Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, n° 480, février.

- Creel J. & H. Sterdyniak (1995), « Les déficits publics en Europe : causes, conséquences ou remèdes à la crise ? », *Document de travail de l'OFCE*, n° 95-01, janvier.
- Cukierman A. & A. H. Meltzer (1989), « A Political Theory of Government Debt and Deficits in a Neo-Ricardian Framework », *American Economic Review*, vol. 79, n° 4, septembre.
- Giavazzi F. & M. Pagano (1990), *Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary ? Tales of Two Small European Countries*, NBER Macroeconomics Annual.
- Giorno C., P. Richardson, D. Rosevaere & P. Van den Noord (1995), « Production potentielle, écarts de production et soldes budgétaires structurels », *Revue économique de l'OCDE*, n° 24, I, pp. 179-216.
- Giovannini A. & L. Spaventa (1991), « Fiscal Rules in the European Monetary Union : a No-Entry Clause », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 516, janvier, Center for Economic Policy Research, CEPR, Londres.
- Haan J. De, C. A. Kam de & C. G. M. Sterks (1992), « Towards Budget Discipline : an Economic Assessment of the Possibilities for Reducing National Deficits in the Run-Up to EMU », *Commission of the Economic Communities Economic Papers*, décembre.
- Isard P. (1989), « The Relevance of Fiscal Conditions for the Success of European Monetary Integration », *IMF Working Papers*, n° 89/6, janvier.
- Masson P. (1985), « The Sustainability of Fiscal Deficits », *IMF Staff Papers*, vol. 32, n° 4.
- Masson P. & J. Mélitz (1990), « Fiscal Policy Independence in a European Monetary Union », *IMF Working Paper*, n° 90/24, mars.
- OCDE (1994), *Economic Outlook* n° 56, décembre.
- OCDE - (1995a), *Economic Outlook*, n° 57, juin.
- (1995b), *Economic Outlook*, n° 58, décembre.
- 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.
- Trehan B. & C. E. Walsh (1991), « Testing Intertemporal Budget Constraints : Theory and Application to US Federal and Current Account Deficits », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 23, n° 2, pp. 206-223.
- Wickens R. M. (1992), *The Sustainability of Fiscal Policy and The Maastricht Conditions*, London Business School et CEPR, mimeo.
- Wickens R. M. & M. Uctum (1993), « The Sustainability of Current Account Deficits : a Test of the US Intertemporal Budget Constraint », *Journal of Economic Dynamics and Control*, 17, pp. 423-441.
- 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, août.
- Wyplosz C. (1990), « Les implications budgétaires de l'Union monétaire », *Observations et Diagnostics Economiques*, n° 33, revue de l'OFCE, octobre.

