

Varsovie, le 1<sup>er</sup> juillet 2005

**LES PAYS D'EUROPE CENTRALE SUR LE CHEMIN DE L'EURO.**

**LE PACTE DE STABILITE ET DE CROISSANCE :  
DES REGLES BUDGETAIRES SONT-ELLES NECESSAIRES  
ET FONCTIONNENT-ELLES ?**

**par Jacques de Larosière**

*Membre de l'Institut*

Le sujet que vous avez choisi comme thème de cette conférence est d'actualité. Les pays d'Europe Centrale, membres de l'Union Européenne se préparent à entrer dans l'Union Monétaire et donc à se conformer aux critères de Maastricht, notamment en matière de déficit budgétaire et d'endettement public. Certains de ces pays sont encore loin de remplir le critère de 3 % de déficit public et le ratio dette publique sur PIB en Hongrie se rapproche de 60 % (voir tableau I.a).

Dans le même temps, les nouveaux membres observent que nombre d'Etats fondateurs de l'Union Monétaire s'écartent de l'application du Pacte de Stabilité et de Croissance dont les dispositions viennent, du reste, d'être sensiblement assouplies.

La question qui m'a été posée : « Des règles budgétaires sont-elles nécessaires et fonctionnent-elles ? » est donc pour eux essentielle.

Je vais m'efforcer d'y répondre en articulant mon exposé autour de trois idées :

- la situation budgétaire d'un certain nombre de membres de l'Union Européenne à quinze est très sérieuse et évolue dangereusement : elle justifie que l'Union se soit dotée (à l'instar de beaucoup d'autres pays) de règles budgétaires ;
- mais, à l'expérience, force est de reconnaître que les règles du Pacte de Stabilité et de Croissance ont mal fonctionné. Leur récent assouplissement n'offre pas la garantie qu'elles seront plus efficaces dans l'avenir ;
- quelles peuvent être les conséquences pour l'Union et ses Etats- membres de la continuation des dérapages budgétaires actuels ?

ooo

## **I. La situation budgétaire de certains membres de l'Union Européenne est très sérieuse. Elle justifie l'existence de règles budgétaires :**

### **1. La dégradation de la situation budgétaire en Europe est saisissante :**

Les causes de cette détérioration remontent loin.

On voit ainsi que la poussée de la dépense publique, depuis 1970, est particulièrement forte en France, en Italie, en Espagne et en Allemagne.

#### Dépenses publiques en pourcentage du PIB

	1970	2003	écarts
Espagne	23,6	39,3	+ 15,7
France	39,3	54,4	+ 15,1
Italie	33,5	48,5	+ 15
Allemagne	39,1	49,4	+ 10,3

Source : OCDE (Tableau I)

En revanche, le taux est resté stable au Royaume-Uni (autour de 42 %) ainsi qu'aux Etats-Unis où il a évolué de 32,4 à 35,9 % pendant cette période.

Cette poussée de la dépense publique en termes réels a conduit à deux phénomènes qui portent en eux des conséquences économiques majeures.

#### a) La charge fiscale s'est considérablement alourdie :

#### Prélèvements publics en pourcentage du PIB

	1975	2001	écarts
Espagne	18,8	35,2	+ 16,4
Italie	26,1	41,8	+ 15,7
France	35,9	45,4	+ 9,5

Source : OCDE  
(voir Tableau II)

On voit ainsi que la France, dont les prélèvements se situent aujourd'hui à plus de 45 %<sup>1</sup> du PIB -soit 10 points de PIB de plus qu'en 1975- se place dans le peloton de tête des pays de l'OCDE. Or, il est reconnu qu'à partir d'un certain seuil, une fiscalité trop lourde décourage l'initiative privée et favorise la délocalisation des activités vers des pays à moindre pression fiscale. Nombreux sont les exemples d'investisseurs -étrangers ou nationaux- qui renoncent à entreprendre ou à développer des projets dans certains pays pour des raisons liées au poids de la fiscalité. Dans un monde de liberté des échanges et des mouvements de capitaux, on imagine sans peine les dégâts qu'une telle "exception fiscale" peut entraîner sur la croissance

<sup>1</sup> Dont 16 % au titre des cotisations de Sécurité Sociale. En tenant compte de toutes les recettes publiques, on parvient à un chiffre global de prélèvements légèrement supérieur à 50 % (voir note 3 du tableau II).

économique, la compétitivité et l'emploi. Tous les effets de cette désincitation économique ne se font pas sentir dans l'immédiat, mais, à terme, les réveils seront douloureux.

b) Le second danger vient de l'ampleur des déficits et de l'endettement qui l'accompagne :

Si la charge des prélèvements s'alourdit avec la progression de la dépense publique, cette dernière a, cependant, tendance à excéder la croissance des recettes fiscales. Il est, en effet, politiquement plus facile d'augmenter les dépenses que de surtaxer les contribuables. Il en résulte, depuis une vingtaine d'années, une tendance à l'accroissement des déficits budgétaires. De fait, la progression des déficits publics a été spectaculaire et générale surtout depuis le début des années quatre-vingt (voir tableau III).

Alors qu'un pays comme la France ne connaissait que des déficits relativement limités en termes de PIB (moins de 1 % en moyenne annuelle de 1974 à 1981, par exemple), une hausse continue des déficits caractérise la période postérieure. Ainsi, la moyenne annuelle des déficits budgétaires français depuis 1980 s'élève à 3,5 % du PIB (2,5 % pour l'Allemagne).

Ce phénomène s'est inévitablement traduit par une progression dramatique de la dette publique des pays industrialisés (voir tableau IV), tendance d'autant plus marquée que l'inflation ne contribue plus à effacer, le poids de l'endettement comme c'était le cas dans le passé.

L'Italie, la Belgique et l'Irlande ont notamment connu une véritable explosion de leur endettement public au cours des années soixante-dix et quatre-vingt. Leur ratio de dette publique par rapport au PIB a, en effet, dépassé 100 % au début des années quatre-vingt-dix.

Mais, les "bons élèves" ont eu tendance à se laisser entraîner. Ainsi, en France, où l'endettement public était inférieur à 20 % du PIB en 1980, le chiffre est aujourd'hui de 65 % (comme en Allemagne), soit plus d'un triplement en valeur réelle en vingt ans. Comment un pays, dont l'endettement public était traditionnellement modéré, a-t-il pu rejoindre, en quelques années, le peloton des Etats dont la dette dépasse la cote d'alerte de 60 % ? La réponse est simple : en laissant dérapier, année après année, la dépense publique et les déficits dans un contexte de moindre croissance économique.

Les conséquences négatives de cette situation sur l'économie sont évidentes. En premier lieu, les déficits des administrations publiques ont eu tendance à absorber une part croissante de l'épargne privée, ce qui a réduit d'autant (effet d'éviction) les sources de financement de l'investissement productif. Le tableau V montre que le déficit des administrations publiques a prélevé en France, en moyenne annuelle, près de 40 % de l'épargne privée (nette) de 1980 à 2003. En second lieu, comme le montre le tableau VI, le poids du service financier de la dette publique s'alourdit, et est devenu significatif.

On comprend que nombre d'autorités budgétaires en Europe aient perdu une partie importante de leur flexibilité puisqu'elles sont tenues de consacrer des ressources importantes au paiement des intérêts de la dette publique. La baisse générale des taux d'intérêt depuis quelques années a évidemment atténué la portée de ce phénomène. Mais, il ne faut pas perdre de vue que les marchés finiront par sanctionner par une hausse des taux d'intérêt à long terme les politiques de déficit systématique conduisant à des taux d'endettement excessifs.

On sait qu'au-delà d'un certain niveau (autour de 40 % du PIB), l'endettement de l'Etat devient "insoutenable" selon l'expression du FMI. Nombre de pays émergents sont, ainsi, obligés de dégager chaque année un excédent primaire (c'est-à-dire hors paiements d'intérêts) de l'ordre de 4 % de leur PIB pour réduire le poids de leur endettement public<sup>2</sup>.

La baisse des taux d'intérêt depuis quelques années a sans doute favorisé le recours aux déficits budgétaires<sup>3</sup>. Mais dans un contexte de croissance économique faible, le poids réel de l'endettement continue de croître. Accumuler, année après année, des déficits de 3 à 4 % du PIB quand la croissance ne s'élève qu'à 1 ou 2 % constitue un engrenage dangereux. Et cela d'autant plus que rien ne démontre que les taux à long terme resteront constamment bas.

A cet égard, il convient aussi d'avoir à l'esprit le théorème de Domar qui énonce: "Si le taux d'intérêt nominal est supérieur au taux de croissance du PIB nominal (ce qui est le cas de plusieurs pays européens), le ratio dette/PIB tendra toujours vers une valeur infinie quel que soit le niveau du déficit". En d'autres termes, le recours inconsidéré et continu à l'emprunt pour transférer la charge du financement de la dépense sur les générations de contribuables futurs conduit à l'impasse et à l'insoutenabilité, à terme, du service de la dette dans un monde de croissance modérée et où les taux d'intérêt réels sont positifs du fait de la faible inflation.

Il est donc indispensable de corriger la situation actuelle afin d'aboutir à une baisse marquée des déficits et à une réduction du poids de la dette publique lorsque celle-ci apparaît excessive. Cette action est d'autant plus nécessaire que l'horizon est assombri par les conséquences budgétaires -encore mal calculées mais considérables- de l'évolution démographique des pays de l'Occident. Avec une diminution des actifs -cotisants et contribuables- et une augmentation des ayants droits (régimes sociaux), les problèmes de finances publiques ne feront qu'ajouter aux dérives de ces vingt dernières années.

ooo

## **2. Cette situation justifie que l'Union Européenne se dote de règles budgétaires destinées à ramener les finances publiques à une position soutenable à long terme :**

### a) Des règles budgétaires apparaissent nécessaires :

Comme l'horizon des hommes politiques est, souvent, celui des prochaines élections, il leur est difficile de concevoir et d'appliquer une stratégie à moyen terme en matière de finances publiques. La réduction de la dépense publique n'est guère une mesure populaire puisqu'elle diminue, par définition, les avantages et les droits acquis de certains, même si elle se traduit sur le plan de la collectivité par un bénéfice global. Reconduire, chaque année, des mesures de restriction de la dépense publique se heurte inévitablement à des difficultés politiques.

Cette considération a amené un nombre croissant d'Etats de l'OCDE à recourir à des règles-cadres qui, adoptées une fois pour toutes, sont destinées, sur le moyen terme, à maîtriser les

---

<sup>2</sup> La position budgétaire primaire de la zone euro s'est nettement détériorée depuis cinq ans.

<sup>3</sup> La baisse des taux d'intérêt, réduisant la charge du service de la dette, aurait dû, normalement, se traduire par une baisse des dépenses publiques et des déficits. En fait, la baisse des taux a été, en grande partie, compensée en France par une augmentation d'autres postes de la dépense publique. D'autres pays (Espagne, Royaume-Uni, Pays-Bas...) ont mieux tiré parti de la baisse des taux (voir Tableau I).

déficits, à contenir la progression des dépenses publiques et à stabiliser, voire réduire l'endettement.

L'idée commune aux nombreuses législations qui existent en ce domaine est que la discipline -une fois établie à titre général par le Parlement- est plus facile à respecter au fil des ans. Certes, des majorités nouvelles peuvent toujours défaire ce qui a été institué antérieurement. Mais, l'expérience montre qu'il est plus aisé politiquement d'obtenir des accords "bi-partisans" sur le respect d'un code de règles établi à l'avance que de faire voter chaque année des mesures de restrictions.

De ce point de vue, les règles contenues dans le Traité de Maastricht et dans le Pacte de Stabilité et de Croissance ne sont nullement propres à l'Union Européenne.

Des pays comme l'Australie, la Nouvelle Zélande, le Canada, la Suède, le Pays-Bas, la Suisse, ont pris des mesures d'encadrement budgétaires à moyen terme qui ont été couronnées de succès<sup>4</sup> et qui non seulement n'ont pas détérioré la situation économique à moyen terme des Etats concernés, mais ont, au contraire, favorisé leur croissance. Il faut comprendre qu'une dérive budgétaire incontrôlée conduit, à terme, à la hausse des taux d'intérêt et à l'accroissement du chômage.

Il me semble que ce qui a été utile et efficace pour certains pays est encore plus nécessaire pour les Etats d'une Union Monétaire.

Il y a, en effet, une justification additionnelle à l'adoption de telles règles dans un ensemble monétaire unifié. A partir du moment où, par définition, leur politique monétaire est commune et conduite par une Banque Centrale indépendante, la politique budgétaire des Etats-membres doit être cohérente. Admettre que tels ou tels membres de l'Union puissent, à leur guise, enregistrer des déficits élevés, ne manquerait pas d'avoir des répercussions sur l'ensemble de la zone et cela d'autant plus que les pays en question auraient un poids significatif dans l'Union. Dégager des déficits systématiquement élevés finit par conduire à la hausse des prix et des taux d'intérêt, ce qui est de nature à perturber les conditions de production, de compétitivité, de financement et d'échanges au sein de la zone.

A la limite, si un Etat-membre de la zone euro pratiquait, pendant longtemps, une politique budgétaire inconsidérée et qu'il était, un jour, dans l'incapacité de faire face au service de sa dette, cet Etat ne pourrait pas compter, du fait même du Traité de Maastricht, sur un financement monétaire de sa Banque Centrale. Il serait donc acculé soit à des mesures drastiques de redressement, soit à un défaut. Celui-ci ne manquerait pas d'avoir des conséquences sur le système bancaire du pays en question (avec les risques de contagion que cela pourrait comporter) et donc d'exercer une pression sur la BCE en tant que prêteur en dernier ressort.

Aux raisons nationales de se fixer des normes budgétaires prudentes, s'ajoute donc la nécessité de se comporter de manière cohérente et mutuellement responsable dans un ensemble monétaire où la règle doit être celle de la solidarité et du respect par tous des normes communes.

---

<sup>4</sup> Voir Fonds Monétaire International (Occasional Paper n° 225) : "Rules-based fiscal policy in France, Germany, Italy and Spain", par Teresa Daban, Enrica Detragiache, Gabriel di Bella, Gian Maria Milesi-Ferretti et Steven Symansky, Washington 2003.

b) L'esprit des normes européennes :

Ces normes résultent de la conjonction des règles du Traité de Maastricht (signé le 7 février 1992) et de celles, postérieures, du Pacte de Stabilité et de Croissance (juin-juillet 1997).

Il faut comprendre en quoi elles se complètent et ce qui en est, respectivement, le fondement.

Les règles budgétaires du Traité de Maastricht (limite des déficits publics à 3 % du PIB et plafond de 60 % du PIB pour l'endettement des administrations publiques) doivent être considérées dans leur perspective historique : il s'agissait avant tout de fixer des critères pour l'adhésion à l'Union Economique et Monétaire (UEM). Certains pays, comme l'Espagne, l'Italie ou la Grèce avaient alors des déficits publics très supérieurs à 3 %. La règle de Maastricht consistait à définir les conditions d'adhésion. Quant aux pays dont la dette publique dépassait les 60 % du PIB (Italie, Belgique...), le Traité leur enjoignait de discipliner leurs déficits (en-deçà des 3 %) afin de leur permettre de revenir graduellement, mais de manière visible, à la référence de 60 %.

Compte tenu du contexte de croissance et d'inflation en Europe, ces règles ont leur cohérence interne. Elles ont eu le grand mérite de fournir un cadre à l'exercice de convergence qui s'est révélé, en définitive, un succès. N'oublions pas que les pays candidats de l'Europe du Sud ont tous réussi à respecter les critères de Maastricht et à faire partie de l'UME.

L'institution de l'euro en 1999 a, on le sait, créé une zone monétaire unifiée en Europe. Elle a éliminé le problème lancinant des variations de taux de change entre pays de l'Union. Ce faisant, elle a favorisé le commerce intra-zone et, en grande partie, supprimé les différentiels de taux d'intérêts qui pénalisaient autrefois les pays perçus par les marchés comme trop loin de la convergence macroéconomique (voir graph VII).

Les règles du Pacte de Stabilité et de Croissance, qui précisaient la procédure prévue par le Traité pour éviter les "déficits excessifs", doivent être considérées dans une perspective un peu différente. Il ne s'agissait plus de définir les conditions d'adhésion à l'UME mais d'énoncer les règles de conduite qui, sur le moyen terme, devraient assurer que l'effort de discipline budgétaire des Etats-membres se poursuivrait après l'introduction de la monnaie unique. Tel était bien le sens de la règle fondamentale du Pacte prévoyant le respect, en moyenne période, d'une position budgétaire proche de l'équilibre.

oOo

Ce que je viens de dire de l'Union des Quinze s'applique, à mon sens, à nombre de nouveaux Etats-membres situés en Europe Centrale. Le fait que la Hongrie ait accumulé près de 23 % de déficit /PIB au cours des quatre dernières années (avec un alourdissement de sa dette de 5,4 points de PIB), ces chiffres étant respectivement de 16,8 % et de 6,9 points pour la Pologne et de 27,4 % et de 10,2 points pour la République Tchèque, montre bien qu'une forte action correctrice est indispensable dans ces pays.

oOo

## **II. Mais l'expérience conduit à la conclusion que les règles budgétaires européennes ont mal fonctionné. Leur récent assouplissement n'offre pas la garantie qu'elles seront plus efficaces dans l'avenir :**

### **1. Pourquoi le système a-t-il mal fonctionné ?**

Ce n'est pas, à mes yeux, parce qu'il contenait un vice fondamental.

Le fait de demander aux Etats européens d'assurer l'équilibre budgétaire au long du cycle constitue, en effet, une mesure prudente. Certains objecteront, cependant, que cette règle aboutirait, tendanciellement, à une élimination de la dette publique (en cas de croissance positive du PIB sur le long terme), ce qui aurait une influence récessive sur l'économie et irait à l'encontre d'une allocation optimale des ressources d'épargne. A cet argument -qui n'est pas sans valeur théorique -on peut répondre que l'horizon des finances publiques des pays européens est si chargé par les conséquences du vieillissement démographique sur les engagements à long terme des Etats (notamment en matière de retraites et de santé) qu'il paraît sage de les voir dégager, aujourd'hui, des marges d'endettement futur. A cet égard, requérir l'application de la discipline budgétaire du Pacte de Stabilité de la part des pays dont la dette publique dépasse 40 % à 50 % du PIB constitue, pour l'avenir, une mesure de bonne gestion<sup>5</sup>. Nombreux sont les pays qui, en dehors de l'Union Monétaire Européenne, se soumettent à de telles règles.

Mais si ce n'est pas le concept de base qui s'est révélé erroné, c'est l'application des règles qui a été la source des problèmes qui ont entraîné, à la suite des « déficits excessifs » de la France et de l'Allemagne, le blocage du mécanisme en 2004.

Je pense que cinq éléments expliquent cet échec.

#### a) Le mécanisme n'a pas fonctionné de manière symétrique :

Il est normal que, dans certaines limites, (et, à cet égard, la référence de 3 % est un ordre de grandeur acceptable, même si elle comporte, par la force des choses, un élément d'arbitraire), les déficits s'accroissent en période de récession. Mais, ce qui ne l'est pas, c'est qu'en période de forte conjoncture, les excédents budgétaires ne soient pas utilisés pour réduire les déficits - notamment structurels- de façon plus marquée que cela n'a été le cas dans un passé récent pour certains Etats-membres.

Or, la France et l'Allemagne représentent, à cet égard, des contre-exemples particulièrement nets :

---

<sup>5</sup> Voir, sur les conséquences budgétaires du vieillissement démographique, le livre de Peter S. Heller : "Who will pay ?" (IMF, 2003).

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (est.)
<b>France</b>	Croissance du PIB	3,5 %	3 %	3,4 %	2 %	1,1 %	0,5 %	2,4 %
	Déficit public/PIB	- 2,6 %	- 1,8 %	- 1,4 %	- 1,5 %	- 3,1 %	- 4,2 %	- 3,7 %
	Déficit Structurel/PIB	- 1,6 %	- 1,2 %	- 1,6 %	- 1,7 %	-3,0 %	- 3,0 %	- 2,5 %
<b>Allemagne</b>	Croissance du PIB	2 %	1,8 %	3 %	0,8 %	0,1 %	- 0,1 %	1 %
	Déficit public/PIB	- 2,2 %	- 1,5 %	- 1,4 %	- 2,8 %	- 3,6 %	- 3,8 %	- 3,7 %
	Déficit Structurel/PIB	- 1,4 %	- 0,9 %	- 1,4 %	- 2,6 %	- 2,6 %	- 2,3 %	- 1,9 %

Ainsi, sur l'ensemble du cycle (1998-2003), ces deux pays, loin de parvenir à "une situation proche de l'équilibre" comme le requiert le Pacte de Stabilité, ont accumulé respectivement 14,6 % (France) et 15,7 % (Allemagne) de déficits. L'idée, qui est au coeur de toute discipline budgétaire, selon laquelle il convient de faire apparaître des excédents pendant les phases d'expansion économique est donc loin d'être appliquée par les plus grands Etats de l'Union. Le débat public qui a eu lieu en France, il y a quelques années, sur l'utilisation de la "cagnotte" montre à quel point pouvoirs publics et opinion sont loin d'atteindre un consensus sur ce sujet, pourtant essentiel<sup>6</sup>.

L'exemple -plus vertueux- de l'Espagne peut aider à comprendre comment le cycle économique peut être utilisé en matière budgétaire sans porter atteinte à la croissance :

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Espagne</b>	Croissance du PIB	4,3 %	4 %	4,1 %	2,7 %	2 %	2,4 %	2,7 %
	Soldes publics/PIB	- 0,6 %	- 1,2 %	- 0,8 %	- 0,1 %	- 0,3 %	+ 0,3 %	- 0,3 %
	Soldes structurels/PIB	- 2,3 %	- 1,0 %	- 1,3 %	- 0,5 %	+ 0,3 %	+ 0,3 %	+ 0,4 %

Il résulte de l'expérience décrite ci-dessus que le critère de Maastricht de 3 % a été mal interprété. Loin de constituer une limite au-dessous de laquelle les gouvernements se sentiraient "en règle", la référence n'aurait dû jouer que "par gros temps". C'est pendant les périodes de croissance que l'UEM devrait veiller, mieux que cela n'a été fait dans le passé, à réduire, ou à éliminer les déficits, voire à laisser apparaître des excédents. Le jeu des stabilisateurs automatiques dans les deux sens devrait constituer une obligation (ce qui est notamment la pratique aux Pays-Bas). A cet égard, les déficits de 1998 à 2000 -années de

<sup>6</sup> Si les Administrations publiques calculaient -comme les entreprises- le montant intégral des engagements d'ores et déjà contractés et ceux qui le seront dans l'avenir au titre des retraites, on aboutirait à des chiffres de passif réel (net de contributions) beaucoup plus élevés que ceux qui font l'objet des statistiques d'endettement habituelles. Or, du fait du retournement démographique, la sagesse requiert de procéder à ces calculs, et aux provisions nécessaires.

bonne croissance en France et en Allemagne- pèsent sur la situation d'aujourd'hui et rendent l'effort d'autant plus difficile que les marges de manœuvre n'ont pas été constituées au cours des bonnes années. En d'autres termes, c'est pendant les phases d'expansion que la surveillance budgétaire devrait "montrer les dents", plus que pendant les périodes de récession.

b) Les déficits structurels n'ont pas été corrigés assez tôt et assez fermement :

Depuis la fin de 2002, la Commission a donné à la notion de cycle une plus grande place dans ses propositions d'adaptation des règles du Pacte de Stabilité et de croissance. Elle a mis l'accent sur la nécessité de faire jouer les stabilisateurs automatiques dans les deux sens. Ce faisant, elle a proposé une réduction annuelle des déficits structurels, ce qui est la seule façon d'appliquer la règle de la stabilité budgétaire à moyen terme. La France a, pour sa part, accepté cet objectif. Le tableau IX montre que, hormis le Japon et les Etats-Unis, la France connaît le déficit structurel le plus élevé des pays de l'OCDE (- 2,9 % en 2003) suivie par l'Allemagne (- 2,3 %). Il est donc indispensable que soit poursuivie de manière décisive la correction de cette situation. Il en va, non seulement de l'application du Pacte, mais de l'avenir des finances publiques des pays concernés et de leur capacité à relever les défis de la croissance et de l'emploi dans une économie ouverte et non inflationniste.

c) Il est nécessaire de "personnaliser" les politiques budgétaires en fonction des caractéristiques et des sources de problèmes de chaque Etat-membre :

Cette modulation est, en principe, prise en compte dans les programmes nationaux de stabilité. Elle devrait faire l'objet, cependant, de recommandations plus systématiques au niveau de l'Union. Les ajustements budgétaires recommandés devraient dépendre, en particulier, de l'état d'endettement ou du poids des finances publiques (dépenses courantes et investissements) des Etats-membres.

Ainsi, un pays comme la France, qui se singularise, comme on l'a vu plus haut, par un niveau très élevé de la dépense publique et des prélèvements obligatoires, devrait s'engager fermement sur la voie de la baisse de la dépense publique et de la charge fiscale en réduisant le coût excessif de l'administration et en accroissant sa productivité.

De leur côté, des pays comme l'Italie, la Belgique, la Grèce qui enregistrent des niveaux de dette publique très élevés (respectivement en 2004 : 105,8 %, 95,6 % et 110,5 % des PIB) et nettement supérieurs à la moyenne de la zone euro devraient également s'assigner une réduction plus marquée de leur déficit structurel.

d) La stratégie budgétaire n'a pas été placée dans la perspective des évolutions démographiques à long terme :

Le vieillissement des populations en Europe va augmenter la charge des retraites et des dépenses de santé. Ces incidences et leur calendrier varient selon les pays. Ainsi, le tableau X, établi par l'Ecofin, montre qu'au cours de l'année la plus "lourde" d'un scénario central -2030 pour la France et l'Italie, 2040 pour l'Allemagne, 2050 pour l'Espagne- les surcoûts par rapport à 2000 provenant de la charge des seules retraites seront en moyenne de l'ordre de 4,5 % du PIB pour les quatre Etats considérés (4 % pour la France et 5 % pour l'Allemagne).

Si les réformes structurelles (allongement de l'âge de la retraite, réduction des prestations....) ne peuvent à elles seules résoudre entièrement le problème, force est de considérer que c'est la position nette des finances publiques de ces pays qui doit être assainie en prévision des années les plus critiques, afin que l'on puisse faire face, le moment venu, aux accroissements de dépenses sans porter atteinte au caractère soutenable de la dette.

Replacer l'effort budgétaire, comme le font systématiquement, par exemple, l'Australie, la Nouvelle Zélande et le Royaume-Uni, dans une perspective démographique à long terme est un exercice indispensable qui permettrait aussi de mieux faire comprendre à l'opinion publique le sens et le bien fondé d'un politique de discipline budgétaire à moyen terme.

e) Enfin, les discussions budgétaires ont été « politisées » :

A plusieurs reprises, la Commission a vainement recommandé au Conseil de Ministres de mettre en oeuvre la procédure d'alerte ou celle des déficits excessifs.

Or, les événements ont montré que la Commission avait eu raison et que, du fait de l'inaction du Conseil, la situation avait continué de se détériorer. Si la Commission avait été suivie, l'effort de redressement budgétaire aurait pu être engagé plus tôt et le Pacte aurait été mieux observé.

Avec le recul du temps, on s'aperçoit aussi que les Etats-membres ont souvent fondé leurs prévisions budgétaires sur des estimations de croissance trop optimistes. Ceci biaise, évidemment, la procédure bruxelloise. Il convient d'attacher à ce point une importance toute particulière et de créer une sorte de "règle de prudence" qui devrait faire l'objet d'une vérification rigoureuse (peut-être par un comité d'experts indépendants).

Enfin, les Etats-membres ne devraient pas considérer la discipline du Pacte de Stabilité et de Croissance comme une sorte d'imposition extérieure. Ils ont tous approuvé cet accord et devraient donc se sentir responsables de son application. On a vu qu'un nombre croissant de démocraties se soumettent volontairement à des disciplines du même type (et, en général, plus rigoureuses) que celles du Pacte. Il serait temps que Gouvernements et Parlements européens s'approprient ce corps de règles et les "personnalisent", au besoin, par des législations nationales, en fonction de leurs situations propres (cf. Pays-Bas qui adoptent des normes nationales plus rigoureuses que celles du Pacte).

**2. Les assouplissements apportés au Pacte de Stabilité et de Croissance, en mars 2005, ne garantissent pas une plus grande efficacité pour l'avenir.**

Certains aménagements introduisent plus de réalisme et de flexibilité dans les règles. Ainsi, le Conseil a distingué entre pays à faible dette où le potentiel de croissance est élevé et pays fortement endettés ou à croissance potentielle faible.

Pour les premiers, l'objectif de déficit à moyen terme peut atteindre un point de PIB, pour les seconds le solde doit être nul ou excédentaire. Cette modification est justifiée<sup>7</sup>, notamment

---

<sup>7</sup> Voir Philippe d'Arvisenet : Le Pacte de Stabilité et de Croissance, Sociétal, Juin 2005.

pour les pays d'Europe Centrale -au moins ceux qui sont relativement peu endettés- dont la croissance potentielle est forte et les besoins de rattrapage en infrastructure élevés.

Mais ce qui paraît contestable est la façon dont on a assoupli le critère de 3 %. Désormais, les Etats membres pourront déroger à ce critère en cas de stagnation (et non, comme auparavant, en cas de recul de l'économie). Par ailleurs, la Commission devra « évaluer si le déficit est supérieur à l'investissement public » (or, on sait que la définition de l'investissement public est extensible) et devra tenir compte de « tous les autres facteurs pertinents » (parmi lesquels on intègre les dépenses de recherche, de développement et d'éducation -5 % du PIB de la zone euro !- ainsi que les efforts budgétaires pour « l'aide, la solidarité internationale et l'unification de l'Europe »). Les « facteurs pertinents » permettront donc aisément de dépasser le critère de 3 %. Enfin, les délais de correction prévus sont doublés, passant de un à deux ans.

La mesure la plus importante, à mes yeux, et qui s'imposait, à l'évidence, à savoir, prendre des dispositions contraignantes pour s'assurer de la symétrie de l'application du Pacte (c'est-à-dire amener les Etats à engranger des surplus ou au moins des améliorations en périodes de hausse du cycle) n'a pas été prise. Le conseil a seulement indiqué que l'effort d'ajustement devrait être plus marqué dans les périodes de forte croissance, mais cela apparaît comme un vœu pieux.

oOo

### **III. Quelles peuvent être les conséquences pour l'Union et pour ses membres de la continuation des dérapages budgétaires actuels ?**

#### **1. Il résulte de l'analyse de la réforme de Mars 2005 que la sanction politique prévue par le Pacte a perdu une part de sa crédibilité :**

L'expérience a montré qu'en période de forte conjoncture, le Pacte n'avait guère incité les deux plus grands pays de l'Union à améliorer significativement leurs soldes budgétaires ni à mettre en oeuvre les réponses structurelles nécessaires pour stabiliser la situation des finances publiques sur le long terme.

Elle a montré aussi qu'en période de basse conjoncture, la règle du « déficit excessif » ne faisait que multiplier les difficultés politiques en ajoutant de la restriction budgétaire à une situation économique dégradée. Le dispositif n'a pu résister à ces pressions. Le « peer pressure » a vite connu ses limites surtout s'agissant de grands Etats.

Avec les assouplissements récents, les risques de tension politiques seront, certes, dans une certaine mesure évités. La définition des « facteurs pertinents » laisse, en effet, la porte ouverte à des dépassements significatifs de l'objectif. Mais, au bout de deux années de dépassement, la Commission aura-t-elle l'autorité -qu'elle n'a jamais vraiment eue- pour faire appliquer des sanctions crédibles, surtout en période de faible conjoncture ? L'histoire le dira.

Force est d'espérer que les Etats eux-mêmes en viendront à la conclusion qu'il est de leur propre intérêt, et de celui des générations futures, de respecter des normes budgétaires et d'endettement qui soient raisonnables et durables.

Mais, d'un certain point de vue, l'existence de l'euro ne rend pas cette « appropriation nationale » de la discipline budgétaire plus facile.

Autrefois, les dérèglements budgétaires se traduisaient assez vite par une hausse des prix, par une détérioration de la balance des paiements courants, et, en fin de compte, conduisaient à un resserrement des politiques économiques et monétaires, voire à des dévaluations.

Or, le mécanisme d'ajustement ne joue plus de la même façon. Certains Etats peuvent connaître une plus forte inflation que celle de leurs voisins à la suite d'une politique systématique de stimulation de la demande publique, mais la sanction n'est plus celle des taux (du moins dans l'immédiat), ni du change. Elle prend la forme d'une perte de compétitivité, d'une croissance du chômage et entraîne, à terme, la nécessité d'ajuster à la baisse les coûts salariaux et donc le niveau de vie. Le problème s'aggrave encore lorsque le pays considéré voit sa productivité se dégrader en raison de rigidités structurelles.

Toutefois, dans l'immédiat, l'euro « protège » l'Union et jette comme un voile sur les distorsions de compétitivité : la monnaie reste forte, l'inflation importée est nulle et limite la hausse des prix, et les taux d'intérêt continuent de profiter du statut de grande monnaie internationale. Pour les pays dont les coûts ont trop augmenté, la perte de compétitivité (du fait de la réévaluation implicite de leur change) ainsi que l'érosion de leur potentiel de croissance, constituent les dangers essentiels.

Alors, si ce n'est pas le dispositif juridique du Pacte qui est susceptible de contrer les dérapages budgétaires, serait-ce le marché ?

## **2. La sanction par le marché de déviations budgétaires s'exerce, mais très lentement :**

Elle a été relativement faible depuis l'introduction de l'euro en 1999 et jusque récemment.

La création de l'euro a eu tendance à gommer les spreads intraeuropéens. Avant la monnaie unique, on observait qu'un écart négatif de déficit ou d'endettement par rapport à l'Allemagne avait un coût non négligeable (Ainsi, les spreads entre les émissions espagnoles et italiennes à 10 ans et les titres allemands étaient respectivement de l'ordre de 400 et 600 points de base en 1995). Cet effet s'est considérablement émoussé avec les efforts de convergence qui ont précédé l'euro, et, en conséquence, avec la disparition du risque de change. A l'inverse, un meilleur comportement budgétaire chez un petit pays n'est guère significativement récompensé par le marché. Ainsi, la Finlande, dont la performance budgétaire est exemplaire (excédents budgétaires pendant au moins six ans, dette publique modérée), n'avait (fin mai 2005) qu'un avantage de 23 points de base par rapport aux bons du Trésor italiens et se trouvait à quasi parité avec les bunds (voir graphique VII)

Par ailleurs, la détérioration de la situation budgétaire de l'Allemagne et de la France depuis la création de l'Euro, n'a guère pénalisé les spreads sur les émissions de ces Etats par rapport aux titres en dollars. Il convient, cependant, de noter que l'assouplissement du Pacte de Stabilité et de Croissance, en mars 2005, a, probablement, contribué à un accroissement général et non négligeable des rendements à long terme de la zone euro (16 points de base en moyenne, voir tableau VIII).

Quelles sont les raisons de cette relativement faible discrimination des marchés -jusqu'à une date récente- face à l'aggravation des ratios d'endettement ?

J'en vois plusieurs :

En premier lieu, l'abondance globale des liquidités -du fait, en particulier, de la politique monétaire accommodante des Etats-Unis- a favorisé depuis la fin 2000 une baisse générale des marges. Cette évolution -perceptible sur les titres émergents- a aussi concerné les titres les moins bien notés de la zone euro. Le resserrement récent de la politique monétaire aux Etats-Unis pourrait, cependant, modifier cet état de choses.

En second lieu, le marché valorise les effets de taille et la liquidité offerte sur un titre. De ce fait, un petit pays dont le comportement budgétaire est satisfaisant et l'endettement public faible, est relativement pénalisé par les opérateurs en raison du volume réduit des titres émis et de la liquidité restreinte du marché local. La « récompense » qu'il devrait recevoir du fait de sagesse budgétaire reste donc modeste. La masse prédominante de la dette publique des trois plus grands pays de la zone ne peut qu'influencer les spreads des plus petits Etats.<sup>8</sup>

En troisième lieu, si les comportements budgétaires « déviants » des pays - petits et grands- ont été également jusqu'à présent relativement peu pénalisés<sup>9</sup>, c'est peut-être que l'euro -monnaie commune- tend à oblitérer les particularités négatives de tel ou tel émetteur. Ce qui revient à dire, d'une certaine façon, que le marché ne semble pas croire à l'application de la règle du « non bailing out » adoptée à Maastricht. Cependant, on assiste, depuis quelques semaines, à un certain élargissement des marges dans la zone euro (voir graphique VIIbis)

En quatrième lieu, les grands pays, qui sont aussi moins ouverts sur l'extérieur que les petits, sont davantage tentés par des politiques budgétaires discrétionnaires pour stimuler l'activité. Mais, comme ils sont grands et relativement mieux immunisés que les petits contre les risques de fuite à l'importation, et qu'ils bénéficient de l'effet de taille (1.ci-dessus), ils sont, en fait, assez épargnés par les marchés.

Enfin, les économistes de marchés n'ont pas les mêmes définitions du caractère soutenable des déficits budgétaires et de la dette publique que celles contenues dans le Pacte de Stabilité et de Croissance. Ils ont un horizon plus long et n'ont tendance à s'inquiéter d'une détérioration qu'après que les indicateurs se soient sensiblement aggravés. En d'autres termes, leur « sonnette d'alarme » n'est pas axée sur les normes du 3 % et du 60 %. Elle est assez nettement décalée.

On peut ajouter que le fait que la Banque Centrale Européenne ne procède à aucune différenciation (fondée sur les performances budgétaires respectives) entre les titres apportés

---

<sup>8</sup> La dette publique (en termes de pourcentage du PIB) de l'Allemagne (26,7 % du total de la zone euro), de l'Italie (26,6 %) et de la France (19,8 %) représente près des trois quarts de la dette publique totale de la zone euro.

<sup>9</sup> La récente détérioration des finances publiques italiennes dans un contexte de croissance décevante s'est, toutefois, traduite par une hausse des spreads de l'ordre de 10 points de base en mai 2005 (voir tableau VIII et graphique XI). A la suite du « Non » français au référendum, l'écart avec le bund s'est ainsi creusé à 23 points de base, le 30 mai 2005 (venant de 14 points en février-mars 2005). Quant à la Grèce (110 % de dette publique/PIB), elle avait, fin mai 2005, un écart de 22 points de base avec le bund (contre 13 points en janvier 2005). Les titres belges ont été également sanctionnés d'une hausse des spreads de 10 points en avril 2005.

comme collatéraux aux interventions de la BCE sur le marché monétaire, contribue au resserrement des spreads de l'euro zone<sup>10</sup>.

Mais, tout ceci ne veut pas dire que la sonnette d'alarme restera toujours muette. Si la situation budgétaire, notamment celle des grands Etats, devait continuer à se dégrader, il arriverait un moment où le marché réagirait en augmentant la prime de risque. Ce serait alors l'euro qui verrait sa situation se détériorer tant sur le plan du change que sur celui des taux. C'est là que l'effet de contagion sur les Etats demeurés plus vertueux revêtirait toute son acuité. Il est à penser, en effet, que les bons comportements budgétaires de certains Etats - notamment petits- continueraient à ne pas être récompensés autant que la rationalité économique le voudrait et cela à cause de l'effet « globalisant » de l'euro lui-même.

ooo

Ces considérations rendent encore plus indispensable la mise en œuvre coordonnée de la discipline budgétaire -couplée aux réformes structurelles indispensables- au sein de l'Union. Sinon, on risque d'assister, en cas de dérapages, notamment du fait des grands pays, à une « mutualisation » des effets négatifs de ces dérapages au détriment de ceux des Etats-membres ayant respecté les règles. Ce seraient alors toute la solidarité et donc la cohérence de l'Union Monétaire qui seraient en jeu.

En dernière analyse, ce qui compte, c'est le retour à la croissance économique en Europe -qui facilitera elle-même la restauration des finances publiques. Pour parvenir à cet objectif, il faudra s'attacher à éliminer les rigidités de tous ordres qui font obstacle à l'emploi et au développement de nos économies.

---

<sup>10</sup> Le Président de la BCE a déclaré, au cours d'une récente audition au Parlement Européen, que le Conseil des Gouverneurs avait rejeté l'idée d'une « notation sélective » en ce qui concerne les collatéraux apportés à l'appui des opérations de refinancement de la BCE (Compte rendu du 23-24 Mai 2005 de la Commission Economique et Monétaire)