

L'IMPACT MACRO-ÉCONOMIQUE DU PROCESSUS DE CONVERGENCE VERS L'UEM ET DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

DIDIER EYSSARTIER ET JEAN-LOUIS NAKAMURA*

DEPUIS 1994-1995, la plupart des États-membres de l'Union européenne conduisent simultanément des politiques budgétaires rigoureuses, partiellement motivées par des préoccupations de soutenabilité des finances publiques, mais vraisemblablement accentuées par l'existence de critères de déficit et d'endettement pour l'accession à l'union monétaire au 1^{er} janvier 1999. Pour un grand nombre de ces pays, les efforts devront être prolongés bien au-delà de 1999 de façon à respecter les engagements budgétaires qui ont été souscrits dans le cadre du « pacte de stabilité et de croissance ». Cette perspective, crédibilisée par les progrès déjà réalisés, a d'ores et déjà permis une égalisation des taux obligataires des pays du « noyau dur » européen ainsi qu'une diminution substantielle des écarts de taux entre ce noyau dur et les pays « périphériques » de la Communauté. Elle s'est également accompagnée d'une stabilité accrue des changes et d'une détente significative des politiques monétaires.

Du dernier trimestre 1995 à la fin 1996, la majorité des économies européennes ont connu un ralentissement conjoncturel marqué. On ne peut à cet égard exclure que la rigueur des politiques budgétaires, menées simultanément par des États dont les marchés des biens et services sont fortement intégrés, ait conduit à un impact initialement négatif sur l'activité. L'analyse traditionnelle des effets de la politique budgétaire insiste en effet sur l'incidence récessive à court terme sur la demande interne d'une hausse des impôts ou d'une baisse des dépenses publiques, notamment lorsque l'ouverture sur l'extérieur de la zone

119

* Respectivement, professeur à l'ENSAE et maître de conférences à l'Institut d'études politiques de Paris. Les opinions exprimées dans le cadre de cet article n'engagent que ses auteurs et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

étudiée est limitée, ce qui est assurément le cas de l'Europe des quinze vis-à-vis des pays tiers. Cette approche, critiquée par des développements plus récents de l'analyse économique, ne peut être aujourd'hui complètement ignorée. Elle mérite cependant d'être complétée, afin de correctement intégrer certaines perspectives inhérentes au processus d'unification monétaire en cours ou aux ajustements budgétaires de grande ampleur (disparition du risque de change en Europe, modification substantielle de l'équilibre offre/demande de fonds prêtables au niveau mondial).

Les travaux présentés ici s'efforcent de quantifier, sur la période 1995-2006, les effets sur l'activité d'un assainissement accéléré des finances publiques en Europe, associé au démarrage au 1^{er} janvier 1999 d'une union monétaire et à la mise en place du pacte de stabilité¹. Cette situation est comparée à un scénario de non réalisation de la monnaie unique dans lequel, tout en maintenant une stabilité monétaire dans la zone et en réduisant très graduellement leurs déficits publics, les États-membres renonceraient provisoirement au calendrier imparti par le traité de Maastricht. Son objet n'est dès lors pas de comparer la discipline de convergence que s'imposent actuellement les pays européens à une éventuelle « autre politique », consistant à renoncer au mécanisme de change du SME et à laisser à nouveau dérapier les finances publiques afin de soutenir à court terme l'activité. Il ne consiste pas non plus à quantifier un impact « absolu » des efforts budgétaires, dans la mesure où le scénario alternatif intègre déjà des efforts de redressement des comptes publics. Cette approche permet en revanche de prendre pleinement en compte l'idée selon laquelle les États-membres de la Communauté se seraient efforcés de maîtriser l'évolution de leurs finances publiques, même en l'absence des critères de Maastricht.

Une première section rappelle les éléments théoriques du débat sur l'efficacité de la politique budgétaire et les effets à attendre de programmes d'ajustement des finances publiques. La seconde section présente les scénarios de politique économique qui sont comparés, ainsi que les efforts budgétaires associés, sous nos hypothèses de taux d'intérêt et de taux de change. L'impact sur la croissance et l'emploi de ces efforts est ensuite évalué à l'aide du modèle multinational Nigem. La troisième section détaille les résultats de nos simulations qui confirment l'existence d'un effet négatif sur la demande, concentré sur la période 1995-1997, mais soulignent le bilan globalement positif à l'horizon 1999-2000 d'un assainissement accéléré des finances publiques, essentiellement grâce à la diminution des taux d'intérêt réels. Nos hypothèses spécifiques en la matière permettent en outre d'illustrer les effets des externalités liées aux finances publiques.

*LES EFFETS THÉORIQUES À ATTENDRE D'UN
ASSAINISSEMENT ACCÉLÉRÉ DES FINANCES PUBLIQUES*

L'enchaînement keynésien traditionnel prédit, à court terme, une contraction de la demande et une modération des évolutions nominales

Les effets retenus, lorsque l'on s'intéresse aux impacts macro-économiques d'une politique budgétaire, relèvent traditionnellement de comportements keynésiens tels que l'on peut les trouver dans les grands modèles macro-économiques nationaux ou multinationaux.

L'impact de court terme est une réduction plus ou moins rapide de la demande, soit *via* une réduction des dépenses publiques, soit *via* une baisse de la consommation (taxe sur les ménages) ou de l'investissement (taxe sur les entreprises). Cet impact peut être cependant réduit si l'augmentation de l'épargne publique est compensée, en partie au moins, par une réduction de l'épargne privée (effet « non-keynésien » sur lequel nous reviendrons ultérieurement). En l'absence d'une telle compensation l'affaiblissement de la demande réduit dans le même temps les besoins en investissement. On note alors une activité plus réduite, qui a des répercussions négatives sur l'emploi, les salaires et les prix. Cependant, l'ajustement de l'emploi aux variations de l'activité n'étant pas immédiat, on peut observer à très court terme (quelques trimestres) une hausse des coûts unitaires de production (par rapport au scénario de base) et donc, durant cette phase transitoire, des prix plus élevés que dans un scénario sans ajustement budgétaire. Cette hausse transitoire de l'inflation par les coûts est très rapidement contrebalancée par la réduction de la demande qui induit des efforts de réduction de marges de la part des entreprises et par une évolution moins dynamique des salaires du fait de l'accroissement du chômage.

121

L'impact récessif se réduit cependant au cours du temps. D'une part, les gains en terme de prix peuvent engendrer des gains de compétitivité, si les taux de change nominaux restent stables, en particulier vis-à-vis de zones non européennes. D'autre part, les programmes de consolidation sont susceptibles de permettre une réduction des taux d'intérêt réels, au moins en Europe, si ce n'est au sein de l'ensemble des pays industrialisés.

La consolidation budgétaire est susceptible d'entraîner une diminution des taux d'intérêt réels, favorable à l'investissement et à la demande

La baisse minimale des taux d'intérêt que l'on peut attendre, dans un contexte de restriction budgétaire, correspond à la réaction des banques centrales face à une conjoncture plus déprimée et une inflation moins

dynamique. Mais au regard de l'ampleur des ajustements budgétaires en cours en Europe, et de la spécificité du processus d'unification monétaire, des enchaînements particuliers sont susceptibles d'induire une diminution plus importante des taux d'intérêt, grâce à un allègement de la ponction opérée par les administrations publiques sur les marchés de capitaux et une disparition des primes de risque de change en Europe.

La littérature offre de nombreux développements théoriques et empiriques sur les effets d'évictions occasionnés par la dette et le déficit publics sur la demande et en particulier sur l'investissement, en raison d'un lien entre le niveau du déficit public ou de la dette publique et les taux d'intérêt et spécifiquement les taux d'intérêt à long terme. Ainsi, les taux d'intérêt réels peuvent baisser lors d'une réduction de la dette publique d'un pays du fait d'une simple diminution de l'offre de titres publics. La prise en compte d'une forte intégration internationale des marchés de capitaux peut permettre, par ailleurs, de déterminer une relation positive entre taux d'intérêt réels d'une part, et non plus dettes publiques nationales mais dette publique agrégée entre les pays dont les marchés financiers sont les plus intégrés d'autre part, par le canal d'un taux d'intérêt mondial². Cet effet sera d'autant plus important qu'un grand nombre de pays procéderont simultanément à des ajustements budgétaires.

122

Les taux d'intérêt à court et long terme peuvent aussi être influencés par des variables nationales spécifiques. La « prime » pesant sur les taux d'intérêt nationaux peut ainsi s'expliquer par l'existence de risques (risque de change, risque de répudiation de la dette...) que redoutent les investisseurs internationaux. Le canal de transmission de la consolidation budgétaire peut alors être plus indirect, *via* la prime de risque incorporée aux taux d'intérêt nationaux. Celle-ci peut en effet profiter, en cas de baisse de la dette publique, à la fois de gains en crédibilité quant à la soutenabilité de la politique budgétaire de l'État ou quant aux objectifs de sa politique monétaire. Un État moins endetté sera en effet, aux yeux des agents privés, davantage incité à combattre l'inflation ou à préserver la stabilité de sa monnaie. Par ailleurs, compte tenu du processus de qualification pour l'union monétaire, l'amélioration de la situation des finances publiques d'un pays européen a rendu plus crédible sa capacité à satisfaire aux critères de Maastricht d'ici la fin 1997 et sa participation à la monnaie unique, ce qui a réduit du même coup les incertitudes sur sa politique monétaire future et en particulier sur les risques de dépréciation de sa monnaie vis-à-vis des devises les plus fortes du SME.

La baisse des taux d'intérêt agit alors sur la sphère réelle par quatre canaux principaux. Une baisse du coût du capital et un affaiblissement

des charges financières supportées par les entreprises stimulent l'investissement de ces dernières. Les effets sur le comportement des ménages sont plus ambigus. Les revenus d'intérêt perçus par les ménages, créditeurs nets dans l'économie, se réduisent, ce qui peut peser sur la consommation. En revanche, l'épargne financière est rendue moins attractive par une baisse de rendement (effet de substitution) et la richesse des agents augmente, du fait de la hausse de la valeur actuelle des revenus futurs et de la hausse du cours des titres (effet de richesse). Ces deux derniers effets stimulent la consommation. Dans le même temps, une baisse du coût du crédit favorise l'investissement en logement des ménages. Enfin, un allègement de la charge financière de la dette des administrations publiques consécutive à la baisse des taux d'intérêt permet de réduire les déficits publics et du même coup l'ampleur des restrictions budgétaires à mettre en œuvre pour assainir les finances publiques. L'ensemble de ces effets peut cependant prendre un certain temps avant de se faire sentir (plusieurs trimestres).

L'effet sur le taux de change des monnaies européennes vis-à-vis des devises tierces demeure incertain

Le sens de la relation entre politique budgétaire et taux de change paraît, au vu des expériences récentes, loin d'être évident. Les phases d'expansion budgétaire observées aux États-Unis dans la première moitié des années quatre-vingt, en Allemagne et au Japon au début des années quatre-vingt se sont en effet accompagnées, conformément aux conclusions standards du modèle Mundell-Fleming, d'une appréciation sensible des monnaies concernées. Au contraire, la relance budgétaire réalisée en France en 1981-1982 ou la dégradation des comptes publics observée en Italie et dans plusieurs pays nordiques au début des années quatre-vingt-dix ont plutôt été associées à des dépréciations significatives.

Dans le cadre du modèle Mundell-Fleming, en situation de parfaite mobilité des capitaux, les conditions financières à l'étranger ne sont pas influencées par ce qui se passe dans un « petit » pays. Le taux de rendement « mondial » est considéré comme exogène, et ne varie pas en fonction des politiques budgétaire ou monétaire du pays étudié. En l'absence d'obstacle de toute nature aux mouvements de capitaux, les opérations d'arbitrage permettent d'éliminer à chaque instant les différentiels de rendement. Comme il ne correspond pas à une modification du taux de change anticipé (le modèle repose en effet sur une hypothèse d'anticipations *statiques*), tout écart entre le taux d'intérêt national d'un petit pays et le taux d'intérêt mondial se traduit par des flux de capitaux qui influent sur le niveau de la parité et ramènent le taux d'intérêt national au niveau du taux d'intérêt mondial. Ce raisonnement

implique logiquement l'inefficacité, ou plutôt l'innocuité de la politique budgétaire, pour un pays ouvert aux échanges et non susceptible de peser sur l'équilibre des marchés financiers internationaux.

Cependant le cadre d'analyse propre au modèle Mundell-Fleming ne paraît pas entièrement correspondre au processus d'ajustement en cours actuellement en Europe. Il repose en effet sur des hypothèses d'une intégration parfaite des marchés des capitaux, d'une intégration imparfaite des marchés des biens, d'anticipations *statiques* (les flux nets de capitaux sont une fonction du seul différentiel de rendement entre actifs domestiques et actifs étrangers, différentiel qui s'annule à l'équilibre), il s'applique à une économie suffisamment petite pour ne pas peser sur l'équilibre international des fonds prêtables et enfin il ne prend pas en compte les modifications de la perception du risque associé à la détention d'actifs du pays étudié. Si l'idée d'une meilleure intégration internationale des marchés des capitaux par comparaison à celle des marchés des biens ne semble pas pouvoir être contestée³, les autres hypothèses ou omissions de l'analyse développée dans le cadre du modèle Mundell-Fleming ne paraissent pas complètement adaptées aux caractéristiques du processus d'assainissement budgétaire tel qu'il est actuellement observé en Europe. Or une modification, même partielle, de ces hypothèses pourrait fortement atténuer, voire remettre en cause, le sens de la relation politique budgétaire – taux de change.

À l'échelle des États dont les marchés financiers sont fortement intégrés, l'Europe ne peut être assimilée à un « petit » pays. Sa dette publique agrégée représente en effet près de 40 % du total de la dette publique du G10. Un assainissement notable de ses finances publiques modifierait ainsi l'équilibre entre l'offre et la demande de fonds prêtables, non seulement en Europe mais encore au sein de l'ensemble des pays industrialisés. En d'autres termes, le taux d'intérêt mondial d'équilibre ne serait plus exogène mais partiellement déterminé par les politiques budgétaires et monétaires des pays européens, pour autant que leurs inflexions à l'échelle de l'Europe soient significatives. Cette étude retient ainsi – comme hypothèse centrale — l'idée développée dans des travaux récents du FMI, selon laquelle une contraction significative de l'endettement public agrégé au niveau du G10 susciterait une baisse uniforme des rendements sur les marchés financiers des pays industrialisés. Or le principe d'un équilibre « mondial » des fonds prêtables et le caractère uniforme de la baisse des rendements dans les pays industrialisés paraissent a priori incompatible avec l'idée d'une dépréciation des monnaies européennes vis-à-vis de devises tierces.

Le modèle Mundell-Fleming repose également sur l'hypothèse d'anticipations *statiques*. En situation de parfaite mobilité des capitaux, cette

hypothèse d'anticipations statiques permet de postuler l'égalité des rendements nationaux au niveau du taux d'intérêt mondial. Si l'on admet au contraire l'hypothèse plus vraisemblable d'anticipations non statiques, un écart de rendement peut alors perdurer entre les actifs de différents pays. Cet écart implique alors une modification du taux de change anticipé qui peut en retour influencer l'évolution du taux de change courant. En temps normal, la prise en compte d'anticipations non statiques ne contredit pas les conclusions du modèle Mundell-Fleming, mais en modifie simplement la dynamique en provoquant des phénomènes de sur- ou de sous-ajustement. On ne peut cependant exclure que la perspective de l'unification monétaire en Europe ait pu interférer avec les anticipations de change liées à la seule politique budgétaire. Dans la mesure où les objectifs et les performances budgétaires actuelles des États-membres de l'Union européenne conditionnent largement leur participation à l'union monétaire lors de sa mise en place, ils contribuent à garantir à l'avenir une stabilité des changes qui s'est révélée, pour certains pays, très incertaine sur un passé récent. Il n'est dès lors pas impossible que la crédibilité nouvelle de la politique budgétaire de certains États-membres de la Communauté s'accompagne d'une appréciation de leur taux de change de façon à ce qu'il rejoigne, avant l'unification monétaire, un niveau jugé adéquat (PPA, moyenne de longue période...) dont il s'était précédemment écarté.

125

Enfin, le modèle Mundell-Fleming ne prend pas en compte la possibilité d'une modification de la perception des risques associés à la détention d'un actif, induite par un assainissement budgétaire durable et crédible. Une diminution importante du niveau d'endettement public d'un pays ou d'un groupe de pays est en effet susceptible de réduire le risque de change (c'est à dire la volatilité des taux de change futurs autour de leur valeur anticipée)⁴ associé à la détention des actifs libellés dans les monnaies concernées. Cette diminution du risque peut se traduire, dans des proportions indéterminées, par un accroissement de la demande de ces actifs (à rendement inchangé) ou par une tarification moins élevée du risque de la part des investisseurs étrangers. En outre, une politique de réduction des déficits et de soutenabilité de l'endettement est susceptible d'amener les marchés à réduire leur tarification d'un risque de défaut ou de monétisation ultérieure de leur dette, ce qui pourraient également jouer dans le sens de l'appréciation des monnaies concernées. Cependant, au regard de la faiblesse des primes de « solvabilité » qui paraissent actuellement être imposées aux États souverains, il est peu probable que ce dernier effet potentiel de la politique budgétaire sur les taux de change, s'il se manifeste, soit d'une ampleur significative à l'avenir.

Au total, les différents mécanismes susceptibles d'être à l'œuvre lors d'un ajustement budgétaire de grande ampleur et dans la perspective de l'unification monétaire en Europe ne permettent pas de déterminer avec certitude le sens de l'évolution attendue des taux de changes européens, vis-à-vis des monnaies tierces :

– La réduction des primes de signature sur les titres publics et la disparition des primes de change pesant sur les titres nationaux ne devraient pas avoir d'effet notable sur les taux de change. Elles signifient que les investisseurs privés sont prêts à détenir autant de titres européens – publics et privés – pour un rendement inférieur.

– La baisse du taux d'intérêt mondial concomitante à la réduction de l'endettement public des principaux pays industrialisés entraîne des effets d'éviction inversés (*crowding in*), les fonds prêtables se reportant pour partie sur des titres étrangers, pour partie sur des titres européens privés, dans des proportions indéterminées. En raison de l'origine européenne de la baisse des rendements et de la grande sensibilité des flux de capitaux aux écarts de taux, il est possible que la baisse du taux mondial se traduise concrètement par une dépréciation initiale des devises européennes, dépréciation cependant inférieure à celle qui aurait résulté d'une application stricte du modèle Mundell-Fleming dans lequel le taux d'intérêt mondial est exogène.

– Enfin, la perspective de l'unification monétaire européenne peut perturber les anticipations de change à l'horizon 1999, et ce faisant influencer sur les taux de change courants.

L'ensemble de ces considérations conduisent à une certaine prudence sur l'évolution des taux de change européens dans le cadre du processus actuel d'assainissement budgétaire, surtout lorsque ces taux de change sont considérés de façon « agrégée » vis-à-vis du dollar. La littérature récente sur les ajustements budgétaires de grande ampleur confirme d'ailleurs cette absence de relation claire entre l'évolution des déficits publics et celle des taux de change réels. Ainsi, sur les dix-neuf épisodes caractéristiques d'un ajustement budgétaire important sélectionnés par Cour *et alii* (1996), sept se sont traduits par une dépréciation du taux de change réel effectif des monnaies des pays concernés et douze par une appréciation. En conséquence, nous avons été amenés à réaliser nos simulations sous l'hypothèse centrale d'une stabilité des taux de change réels entre les devises européennes et le dollar. Une variante complémentaire permet d'apprécier le comportement des taux de change endogène au modèle Nigem, selon la parité non couverte des taux d'intérêt en anticipations rationnelles.

Les possibles effets « non-keynésiens » n'ont pas été pris en compte

À l'opposé de l'approche keynésienne « traditionnelle », l'approche de la nouvelle macro-économie classique suggère que les ajustements budgétaires peuvent être neutres voire avoir *sans délai* des effets positifs sur l'activité. Ce résultat est dérivé du programme de maximisation intertemporelle de l'utilité du consommateur, intégrant une contrainte de solvabilité de l'État. Dans ce cadre d'analyse, l'effet immédiatement positif sur l'activité est indépendant de l'hypothèse faite sur les préférences des agents ; en revanche, il est conditionné à des hypothèses relatives aux modalités de l'ajustement budgétaire et aux anticipations des agents quant à l'évolution future de leur revenu.

La vision « néo-ricardienne »

Anticipant parfaitement les impôts futurs liés au déficit d'aujourd'hui, les ménages « défont » tout *mix* de financement proposé par les pouvoirs publics en ajustant leur épargne pour couvrir les impôts à venir. Dans cette approche, et à condition que les impôts n'aient pas d'effet distordant (impôts forfaitaires), la répartition dans le temps des recettes proposée par les autorités publiques, lorsque par exemple elles empruntent pour financer des déficits qu'elles ne veulent pas résorber par l'impôt, n'engendre aucun effet de richesse et n'a donc aucun effet sur l'activité réelle, pas plus que sur les prix ou les taux d'intérêt. Seul le cheminement des dépenses publiques qui conditionne les charges d'impôt à venir et, partant, le revenu permanent des agents influe sur le choix de ces derniers. Le résultat démontré par Barro (1974) repose sur l'hypothèse d'un horizon temporel infini des agents. Cette hypothèse peut être justifiée par un comportement « dynastique » : les ménages lèguent à leurs descendants un stocks d'actifs valant au moins autant que la dette publique. Le résultat repose également sur l'hypothèse que les marchés sont parfaits, en particulier que les agents privés ne subissent aucune contrainte de liquidités et qu'ils peuvent tous placer ou emprunter au même taux d'intérêt, qui est également celui de la dette de l'État.

127

L'analyse fondée sur le revenu permanent

On peut juger que l'approche « néo-ricardienne » repose sur des hypothèses déraisonnablement fortes. Toutefois, des résultats voisins peuvent être obtenus sous l'hypothèse plus réaliste d'un horizon de vie fini des agents. On se réfère ici au modèle néo-classique du cycle de vie ou à l'intuition initiale de Friedman (1957) selon laquelle les ménages calent leur consommation sur un revenu permanent anticipé sur une période relativement brève (3 à 5 ans) et périodiquement révisé. Dans

ce cadre, le choix du financement des déficits a un impact sur l'activité, puisqu'en cas de financement par dette, la valeur actualisée des impôts supplémentaires qui devront être levés dans le futur est plus faible que dans le modèle de Barro. Bertola et Drazen (1993) et Sutherland (1995) ont également recours à l'approche en termes de revenu permanent, les premiers pour montrer que des ajustements budgétaires peuvent avoir des effets positifs sur l'activité, le second que les effets keynésiens des déficits sont d'autant plus faibles que la dette publique est élevée. Cette approche peut apparaître pertinente pour expliquer la forte montée, au début des années quatre-vingt-dix, des taux d'épargne des ménages au regard des comportements traditionnels, dans la mesure où il est raisonnable de penser que certains ménages anticipent une correction rapide de la politique budgétaire (au cours des toutes prochaines années), au vu de l'évolution courante des déficits publics et de la proximité de l'échéance d'examen des critères de Maastricht.

Les deux approches précédentes, vision « néo-ricardienne » ou analyse fondée sur le revenu permanent, ne semblent pas, en toute rigueur, pouvoir être cumulées avec un raisonnement liant taux d'intérêt et dette publique⁵. Elles impliquent en effet une compensation plus ou moins systématique entre les variations de l'épargne publique et celles de l'épargne privée. L'équilibre entre offre et demande de fonds prêtables n'est en conséquence que faiblement modifié lors d'un ajustement budgétaire.

La question de la « crédibilité » de la politique budgétaire

En elles-mêmes, ni l'approche « néo-ricardienne » ni l'approche par le revenu permanent ne suffisent à garantir que l'impact des ajustements budgétaires sur l'activité sera immédiatement bénéfique. Des hypothèses complémentaires sont nécessaires, portant notamment sur le caractère plus ou moins crédible de l'ajustement budgétaire. La modélisation de Bertola-Drazen, déjà citée, met bien en évidence le rôle des anticipations prêtées aux ménages quant aux modalités de l'ajustement budgétaire. Plusieurs études récentes concluent à un impact positif dès le court terme de politiques d'ajustement budgétaire menées dans des contextes « atypiques ». L'impact positif est dans ces études pour partie liée à l'évolution des anticipations des agents. Les modalités et l'ampleur de l'ajustement jouent par ailleurs un rôle déterminant. Au contraire d'une hausse des impôts, qui se traduit historiquement par une augmentation ultérieure des dépenses courantes (Alesina et Perotti, 1995), une action volontariste de compression de ces dernières assure une crédibilité beaucoup plus forte au processus d'ajustement et aux baisses ultérieures d'impôt; de même, les plans visant une réduction rapide et de grande ampleur des déficits publics se traduisent plus nette-

ment par un effet immédiatement favorable sur l'activité (Giavazzi et Pagano, 1995). Une simple stabilisation des dépenses à un niveau initial donné peut donc ne pas suffire pour stimuler la consommation privée.

Au total, le pronostic d'innocuité ou même d'effet bénéfique des politiques d'ajustements budgétaires repose sur trop d'hypothèses favorables quant aux anticipations des agents pour être formulé sans précaution. Il ne s'agit pas de contester ici l'existence de « non-linéarités » dans le comportement de consommation et d'épargne des ménages ainsi que la possibilité d'effets de seuil susceptibles d'entraîner une réaction positive de la demande privée à une politique volontariste de réduction de l'endettement public. De tels effets ont notamment pu être mis en évidence lors de certains épisodes d'ajustement budgétaire de grande ampleur, définis de façon extrêmement stricte. Cour *et alii* (1996) considèrent ainsi comme des ajustements budgétaires de grande ampleur les épisodes durant lesquels les soldes structurels primaires des administrations publiques se sont améliorés, de façon continue sur au moins trois années, pour un montant équivalent au moins à trois points de PIB potentiel. Sur les dix-neuf épisodes d'ajustement budgétaire répondant à cette définition, cinq se seraient traduits par un impact significativement positif sur l'activité, six par une absence d'effets notables sur le PIB et huit par un coût en termes de production et d'emploi.

129

Cependant, l'immense majorité des tests économétriques continuent de souligner l'excès de sensibilité de la consommation courante au revenu courant. En outre, des effets de sens opposés (constitution d'une épargne de précaution en raison d'une volatilité accrue du revenu anticipé) sont possibles, et il paraît très difficile d'anticiper le signe de l'impact global. C'est pourquoi il nous a paru préférable de nous en tenir à une démarche plus pragmatique, partant de l'approche traditionnelle incorporée dans les modèles macro-économétriques, quitte à introduire de manière exogène des effets liés à la baisse de la dette publique, comme une baisse du taux d'intérêt « mondial » lors d'une diminution de l'endettement public agrégé à l'échelle internationale.

PRÉSENTATION DES SCÉNARIOS ET DES EFFORTS BUDGÉTAIRES ASSOCIÉS

Le principe : deux scénarios alternatifs de politique économique qui se distinguent uniquement pour les pays d'Europe continentale

Les différents travaux consacrés à l'évaluation du coût de la convergence requis pour l'accession à la monnaie unique se réfèrent traditionnellement à un compte central spécifique au modèle utilisé, représen-

tant l'évolution projetée des économies européennes, et notamment des politiques budgétaires menées par les États-membres sur les cinq à huit prochaines années. Or le profil de ce compte central conditionne largement les conclusions de ces évaluations : trop pessimiste, il contribue à majorer la taille de l'ajustement budgétaire requis et donc de son impact, trop optimiste, il produit l'effet inverse. Les fortes différences entre les comptes centraux ayant servi de référence à ces études expliquent ainsi dans une large mesure la diversité de leurs conclusions. En outre, en s'imposant le « réalisme » de leur compte central, les auteurs de ces études se condamnent à réactualiser périodiquement leur évaluation en fonction de l'évolution de la conjoncture et de la modification des prévisions.

Le présent travail ne repose pas sur l'existence d'un compte central constitué de prévisions ou de projections à moyen terme. Il mesure, en écart, les efforts budgétaires requis et les évolutions monétaires attendues, pour un groupe de pays donné, lorsque l'on bascule d'un scénario de politique économique à un autre. En l'occurrence, les scénarios de politique économique étudiés couvrent la période 1994-2006. Ils ne se distinguent cependant qu'à compter de 1995, et ce pour un nombre limité de pays (Allemagne, France, Belgique, Pays-Bas, Italie et Espagne). Ce choix résulte pour partie de l'insuffisance de certaines données, ainsi que des caractéristiques du modèle macro-économique utilisé⁶. Mais il découle également du fait qu'un certain nombre de pays de l'OCDE conduisent les mêmes politiques économiques dans le cadre des deux scénarios. Nos simulations s'appuient en effet sur l'hypothèse, assez vraisemblable, selon laquelle les États-Unis, le Canada ou le Japon ne modifient pas leur stratégie budgétaire ou monétaire en fonction de la réalisation du processus d'unification monétaire défini par le traité de Maastricht.

Bien qu'il soit potentiellement concerné par les dispositions du traité de Maastricht, le Royaume-Uni est également supposé conduire sa politique économique indépendamment de la réalisation de l'union monétaire et du processus de convergence. Ce postulat se fonde sur l'existence d'une clause *d'opting-out* dont bénéficie ce pays ainsi que sur la position traditionnelle des autorités britanniques qui ne paraît pas s'être notablement modifiée depuis les dernières élections générales. Le Royaume-Uni est ainsi présumé, dans les deux scénarios, mener la même politique budgétaire qui le conduit à réduire son ratio de déficit budgétaire (égal à 6,9 % en 1994) à environ 2 % à l'horizon 2000 et à diminuer, à partir de cette date, son ratio de dette publique. Ne participant ni au mécanisme de change du SME dans le cadre du scénario de « non UEM », ni à l'union monétaire dans le cadre du scénario de convergence, le Royaume-Uni n'est pas censé connaître d'évolution

différente, entre les deux scénarios, de son taux de change réel vis-à-vis des monnaies européennes.

Le scénario de convergence et d'UEM et le scénario de non-UEM sont tous deux définis par des trajectoires de ratios de dette et de besoins effectifs de financements publics. Ils sont présentés dans les deux sous-sections qui suivent. À l'aide d'hypothèses sur l'évolution des taux d'intérêt entre les deux scénarios, sont calculés les soldes primaires nécessaires à la réalisation des objectifs de déficit et d'endettement. L'écart entre les soldes primaires du scénario de non-UEM et du scénario de convergence fournit l'ampleur de l'effort budgétaire (hausse des recettes fiscales ou baisse des dépenses publiques) requis pour passer du premier au second (dernière sous-section).

Le scénario de convergence reflète la logique d'unification monétaire séquentielle propre au traité de Maastricht

Cette étude s'efforce de mieux approcher le coût strictement imputable non seulement au respect des critères budgétaires dans le calendrier imparté par le traité de Maastricht, mais également à la mise en place d'une union monétaire initialement réduite et appelée à s'élargir progressivement ainsi que d'un « pacte de stabilité et de croissance ». En conséquence, le scénario de convergence repose sur un certain nombre d'hypothèses jugées comme vraisemblables, à la date de réalisation de cette étude (fin 1996-début 1997), portant entre autre sur les soldes budgétaires réalisés en 1997, sur la liste des pays admis à participer à l'union monétaire dès sa mise en place, sur la discipline budgétaire suivie après cette date, et sur l'attitude des différents États initialement écartés de l'UEM à l'égard d'un système de change de type SME entre leur devise et l'euro.

Le principe de base du scénario de convergence consiste à reprendre les évolutions constatées sur la période 1994-1996, et à les prolonger de façon à respecter le processus de convergence et de mise en place de la monnaie unique, tel qu'il est défini par le traité de Maastricht et complété par l'accord de Dublin. Il part du constat que, depuis 1994, la plupart des États-membres de l'Union européenne ont engagé des programmes pluriannuels ambitieux de réduction des déficits publics, avec l'objectif affiché de respecter la limite des 3 % du PIB en 1997-1998, période à laquelle seront évaluées les performances budgétaires des États-membres pour dresser la liste des pays admis à participer à l'union monétaire, dès sa mise en place. Ces efforts, ainsi que les conclusions des Conseils européens de Cannes, de Madrid et de Florence ont permis de crédibiliser la réalisation, au 1^{er} janvier 1999, de l'union monétaire et ont favorisé le rapprochement des rendements obligataires en Europe.

Les ratios d'endettement et de déficit publics des sept principaux États-membres de l'Union européenne sur la période 1994-1997 sont calés sur les évolutions constatées et les prévisions disponibles à la mi-1996. Le critère de déficit est en conséquence vérifié en 1997 par la Belgique, la France, les Pays-Bas et l'Allemagne. Le ratio de dette publique de ces quatre pays est, à cette date, soit inférieur ou égal à 60 % soit en diminution. S'agissant de la période postérieure à 1997, les évolutions budgétaires s'inspirent de l'accord conclu à Dublin sur le pacte de stabilité⁷. Ce dernier amènera les États-membres participant à la monnaie unique à poursuivre la réduction de leur besoin de financement vers une cible qui les mettra à l'abri de tout dérapage conjoncturel. Au vu des fluctuations cycliques observées en moyenne dans le passé et de l'élasticité des déficits publics à l'activité, nous avons calculé de telles cibles pour les six pays concernés (Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie et Pays-Bas)⁸. Dans le scénario de convergence, ces cibles – très variables entre les différents États-membres – sont supposées atteintes entre 2001 et 2006 selon l'ampleur des efforts budgétaires à réaliser.

S'agissant des participants à la future union monétaire, nos hypothèses se fondent sur l'idée que l'interprétation des critères qui prévaudra au début 1998 sera dominée par le souci des gouvernements du « noyau dur » de ne pas fragiliser la crédibilité de la nouvelle monnaie unique et de la future banque centrale européenne. En conséquence, seuls les États-membres ayant strictement respecté le critère de 3 % pour leur déficit public (l'Allemagne, la Belgique, la France et les Pays-Bas) seraient admis, dans notre scénario de convergence, à participer à l'union monétaire dès sa création. Le critère d'endettement, dans le cas de la Belgique et des Pays-Bas, bénéficierait d'une interprétation en tendance conforme à celle qui a d'ores et déjà prévalu dans le cas de l'Irlande.

Au moment de la réalisation de cette étude (fin 1996-début 1997), tant les prévisions disponibles en matière de finances publiques que les prises de position officielles sur la nécessité de s'en tenir à un strict respect des critères ou les anticipations des marchés⁹ nous avaient conduit à écarter l'Espagne et l'Italie du premier train de l'union monétaire. Depuis cette date, la mise en œuvre de nouveaux plans d'ajustement budgétaire et la plus grande souplesse qui semble prévaloir quant à l'interprétation des critères permettent d'anticiper la participation d'emblée de ces deux pays à la monnaie unique. Nous n'avons toutefois pas souhaité revenir sur nos hypothèses initiales selon lesquelles l'Espagne et l'Italie, provisoirement écartées de l'UEM en mai 1998, poursuivraient leur effort de convergence, adhéreraient logiquement au 1^{er} janvier 1999 au nouveau mécanisme de change entre l'euro et les devises non participantes, et seraient admis au sein de l'Union moné-

taire au 1^{er} janvier 2002, lorsque leurs taux à long terme auraient complètement convergé au niveau de ceux de la nouvelle monnaie unique. Les différences entre ces hypothèses et le scénario désormais plus « probable » d'une union monétaire d'emblée large ne doivent toutefois pas être surestimées : une grande partie des mesures complémentaires adoptées par ces pays pour respecter dans les délais la limite des 3 % sont de nature comptable, donc sans effet sur l'activité. En revanche, il est exact que la convergence des taux obligataires des pays de la « périphérie » a été spectaculaire en 1997, alors qu'elle n'est que graduelle dans notre scénario d'UEM. En conséquence, le bilan effectif de la convergence pour l'Italie et l'Espagne devrait être plus favorable que ne le suggèrent les résultats de nos simulations.

Le tableau 1 résume les principales caractéristiques du scénario de convergence et d'UEM :

Tableau 1

	Besoin de financement effectif (en % du PIB)		Dette publique brute (en % du PIB)		Participation au nouveau SME	Date d'adhésion à l'UEM
	en 1994	en 2006	en 1994	en 2006		
Belgique	-5.3	0.2	135.0	86.4	oui (euro)	1999
Espagne	-6.6	-1.8	63.0	58.9	oui	2002
France	-6.0	-1.6	48.5	51.1	oui (euro)	1999
Royaume-Uni	-6.9	-2.0	50.4	54.8	non	-
Italie	-9.0	-0.2	123.7	85.6	oui	2002
Pays-Bas	-3.2	-0.2	78.0	55.7	oui (euro)	1999
Allemagne	-2.6	-1.8	50.2	54.5	oui (euro)	1999
UE à 7	-5.8	-1.3	69.1	61.3	-	-

133

Le scénario de « non-UEM » est caractérisé par des politiques macro-économiques visant la stabilité

Le scénario de non convergence est censé représenter l'évolution moyenne la plus probable des économies européennes si celles-ci n'avaient pas été contraintes par le calendrier fixé par le traité de Maastricht. Les États ne cherchent donc pas à satisfaire aux critères de convergence et il n'y a pas création d'une union monétaire. Néanmoins, les simulations réalisées dans le cadre de cette note reposent sur l'idée souvent affirmée selon laquelle, même en l'absence de contraintes juridiques, la plupart des États-membres de l'Union européenne auraient conduit des politiques budgétaires visant à la soutenabilité de leur endettement public. La difficulté consiste alors à s'accorder sur le

concept de soutenabilité. S'il y a accord sur sa définition générale – une politique budgétaire est dite soutenable tant qu'elle ne compromet pas à long terme la solvabilité de l'État –, ses implications concrètes pour les normes de déficit et de dette continuent en effet de faire l'objet d'interprétations divergentes. Ainsi, Blanchard (1990) qualifie-t-il de soutenable toute politique budgétaire qui, après un choc négatif sur les finances publiques, permet de ramener à terme le ratio de dette sur PIB à son niveau initial. Cette définition très restrictive ne satisfait pas Creel et Sterdyniak (1995), pour lesquels toute politique budgétaire est soutenable dès lors qu'elle n'entraîne pas une hausse de la dette publique relativement au PIB qui lui ferait franchir le seuil d'insolvabilité, c'est à dire un niveau d'endettement supérieur à la valeur actualisée du total des excédents primaires réalisables dans le futur.

Le concept de soutenabilité retenu ici est moins exigeant que celui suggéré par Blanchard. Outre qu'il conduirait, dans le cadre du scénario de « non-UEM », à faire adopter par les États-membres des efforts budgétaires plus importants que ceux qu'ils sont censés réaliser dans le cadre du scénario de convergence, le recours à sa définition conduirait certainement à exagérer l'assainissement des finances publiques par rapport à ce qui aurait été vraisemblablement réalisé en l'absence de perspectives d'unification monétaire. Des analyses récentes, fondées sur l'étude des corrélations entre déficits effectifs, déficits structurels et *output gaps*, soulignent que si les déficits structurels sont partout (y compris aux États-Unis) orientés à la baisse, la nature pro-cyclique des finances publiques est à la fois récente et assez spécifique aux pays européens. Il paraît à l'évidence difficile de ne pas imputer aux critères de convergence une large part de responsabilité dans l'orientation des politiques budgétaires européennes sur la période 1995-1997.

L'hypothèse retenue quant à la soutenabilité des politiques budgétaires menées dans le cadre du scénario de « non-UEM » consiste dès lors en une stabilisation des ratios de dette publique sur PIB à l'horizon 1998-1999 pour les quatre États-membres dont le ratio d'endettement s'inscrivait en 1994 sur une dynamique clairement positive (Espagne, France, Pays-Bas, Allemagne¹⁰). Cette simple stabilisation oblige déjà ces États-membres à d'importants efforts budgétaires, en les forçant à contrer, dans des délais relativement brefs, une évolution quasi explosive de leur endettement. Même à l'horizon 1998, ces efforts apparaissent assez disparates puisqu'ils dépendent directement du rythme d'évolution initiale des ratios d'endettement ainsi que de l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB¹¹. S'agissant de la Belgique et de l'Italie, pays dont le ratio de dette publique était en 1994 d'une part très élevé, et d'autre part déjà en phase de décroissance (cas de la Belgique)

ou de stabilisation (cas de l'Italie), le scénario budgétaire permet à ces États de diminuer leur ratio d'endettement à un rythme constant (2,5 points par an pour la Belgique et 0,9 point par an pour l'Italie).

Au total, le scénario de « non-UEM » est caractérisé par les évolutions budgétaires suivantes :

Tableau 2

	Besoin de financement effectif (en % du PIB)		Dettes publiques brutes (en % du PIB)	
	en 1994	en 2006	en 1994	en 2006
Belgique	-5.3	-3.0	135.0	106.8
Espagne	-6.6	-3.5	63.0	67.5
France	-6.0	-2.8	48.5	58.8
Royaume-Uni	-6.9	-2.0	50.4	54.8
Italie	-9.0	-5.5	123.7	118.4
Pays-Bas	-3.2	-3.6	78.0	78.4
Allemagne	-2.6	-2.9	50.2	61.1
UE à 7	-5.8	-3.3	69.1	73.1

Les graphiques 1 ci-dessous détaillent – pour trois des six pays étudiés, l'Allemagne, la France et l'Italie – les ratios de déficits publics observés au cours des années quatre-vingt ainsi que les évolutions présumées dans les scénarios de convergence et de « non-UEM », avec en toile de fond les évolutions associées de dette publique. Étant donné le large degré d'arbitraire qui peut caractériser le choix d'un scénario de référence alternatif au scénario de convergence, ces graphiques soulignent la relative « neutralité » de la règle de stabilisation de l'endettement public à l'horizon 2000 qui définit notre scénario de « non-UEM » : les déficits budgétaires auxquels cette règle aboutit ne peuvent être taxés de laxistes puisqu'ils apparaissent, à deux exceptions près¹³, très inférieurs aux déficits réalisés par les États-membres en moyenne sur la période 1979-1990. Dans tous les cas, les performances budgétaires du scénario de « non-UEM » représentent un effort d'assainissement notable par rapport à la situation des finances publiques observable au début des années quatre-vingt-dix.

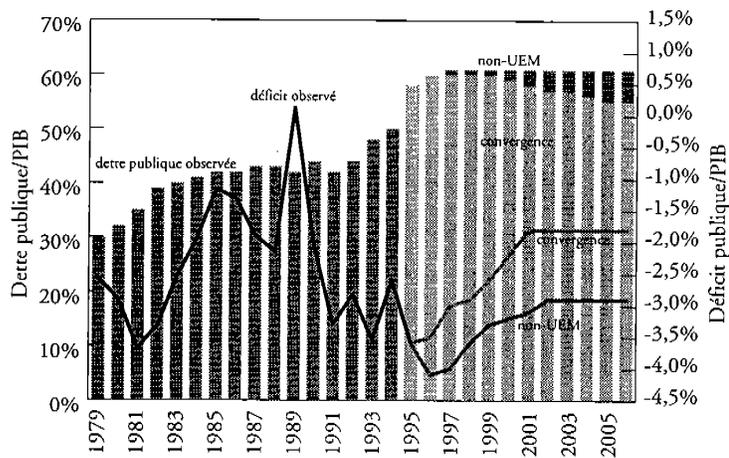
Face à la critique contraire d'une trop grande rigueur du scénario de « non-UEM », qui contribuerait à minorer excessivement les efforts strictement imputables aux critères de Maastricht dans le scénario de convergence, l'évolution des dettes publiques de la plupart des États-membres, au cours des années quatre-vingt, fournit certains éléments

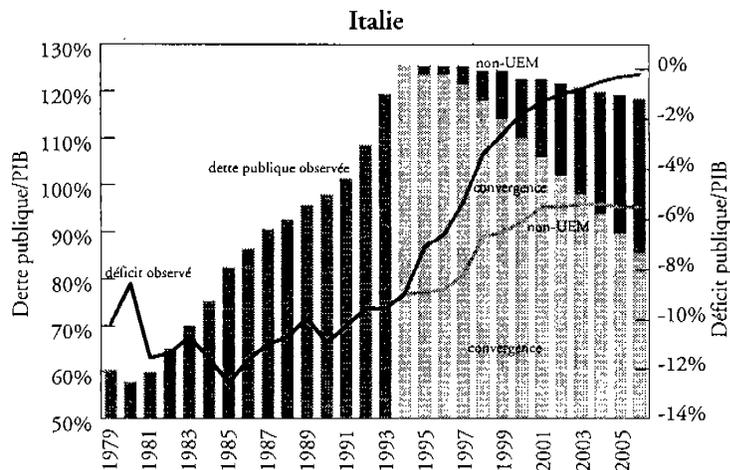
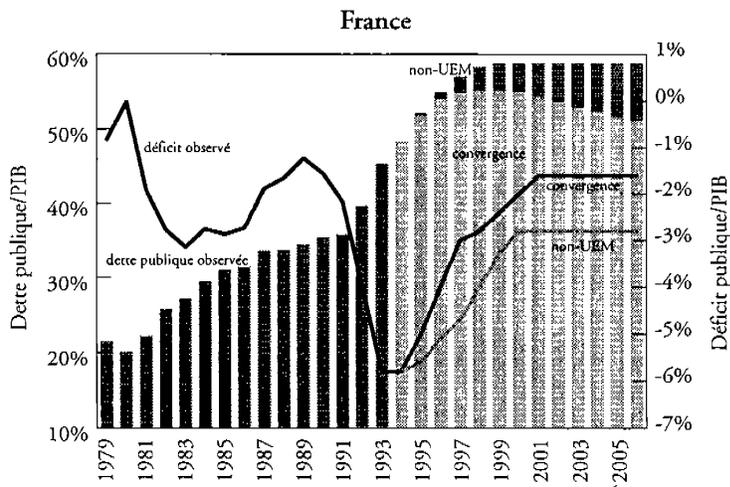
de justification. Leur très forte croissance sur la période légitime en effet des politiques budgétaires rigoureuses qui, dans notre scénario de « non-UEM », permettent tout juste de stabiliser les ratios d'endettement à des niveaux historiquement élevés. Il est bien sûr concevable que certains États-membres de l'Union européenne aient conduit, en l'absence de perspective d'unification monétaire, des politiques budgétaires moins rigoureuses que celles retracées dans notre scénario de non-UEM, contribuant à la poursuite de la croissance de leur endettement. Néanmoins, la règle retenue ici pour la définition de ce scénario permet de pleinement intégrer l'idée selon laquelle les États-membres de la Communauté se seraient efforcés de préserver la soutenabilité de leurs finances publiques, même en l'absence des critères de Maastricht, en mettant un terme à l'effet « boule de neige » de leur dette.

Enfin, il convient de souligner que ce scénario alternatif au scénario de convergence ne correspond pas à une situation de divergence de la politique économique d'un ou plusieurs États-membres par rapport au noyau dur de l'union européenne, et notamment par rapport à l'Allemagne. Dans ce scénario de « non-UEM », les pays européens ne s'écartent pas les uns des autres mais continuent d'évoluer de concert, sans tensions fortes sur leurs changes, sur un sentier budgétaire cependant moins rigoureux que celui défini par le traité de Maastricht.

136

Graphiques 1
Allemagne





137

Comparaison des deux scénarios et présentation des efforts budgétaires associés

Hypothèses sur l'évolution des taux d'intérêt entre les deux scénarios

Des hypothèses sur l'évolution des taux d'intérêt et des coûts apparents de la dette sont nécessaires afin de calculer les soldes primaires que les États-membres doivent réaliser chaque année, sur l'ensemble de la période 1995-2006, pour atteindre les objectifs de déficit effectif et d'endettement des scénarios de convergence et de « non-UEM ».

Dans le cadre de cette étude, le passage du scénario de « non-UEM » au scénario de convergence se traduit par un double mouvement à la baisse des taux d'intérêt européens :

– La diminution de la dette publique moyenne de l'OCDE, résultant d'un assainissement accéléré des finances publiques en Europe, est supposée entraîner une diminution uniforme des taux d'intérêt par rapport à l'évolution qu'aurait impliquée une moindre discipline budgétaire. Les estimations reposent ici sur des travaux du FMI menés par Ford et Laxton (1995). À l'horizon 2006, la dette publique européenne serait de 61,3 % du PIB européen dans le scénario de convergence contre 73,1 % dans le scénario de « non-UEM ». Cette différence, sous réserve que les objectifs budgétaires des autres grands pays de l'OCDE soit les mêmes dans le cadre des deux scénarios, pourrait conduire à une baisse cumulée des taux d'intérêt réels des principaux pays de l'OCDE (y compris les États-Unis, le Canada et le Japon) de l'ordre de 110 points de base sur l'ensemble de la période.

– La crédibilité de la réalisation de l'UEM, dans les délais prévus, permet dans le scénario de convergence une disparition des écarts entre les taux à long terme des principaux pays européens et ceux de l'Allemagne. Cette convergence des rendements se fait, non par une hausse des taux allemands, mais par une baisse des taux français, belge et néerlandais de 1995 à 1997, italiens et espagnols de 1997 à 2001. On ne suppose en effet pas que l'union monétaire induise une prime de taux d'intérêt positive pour l'Allemagne. L'union monétaire se fait en 1999 avec des pays dont la crédibilité est acquise, et la banque centrale européenne n'a pas besoin d'asseoir de manière forte sa crédibilité. L'adhésion ultérieure de l'Italie et de l'Espagne ne remet pas non plus en cause, dans notre scénario, la crédibilité de la BCE.

Les écarts de taux qui sont progressivement éliminés dans le cadre du processus de convergence sont ceux mesurés à la fin 1994. Cette méthode présente un inconvénient certain : elle ne prend pas en compte l'évolution possible de ces écarts dans le scénario de « non-UEM » par rapport à la situation observée à la fin 1994. Pour autant, cette approximation ne paraît pas dommageable dans la mesure où les écarts de taux prévalant en 1994 reflétaient des anticipations de non participation de l'Italie ou de l'Espagne à la monnaie unique, et de non décrochage du franc français, du franc belge et du florin par rapport au mark. Or de telles anticipations sont tout à fait compatibles avec notre scénario de « non UEM », lequel, encore une fois, n'est pas un scénario de « divergence » où certains États-membres s'aventurent de façon isolée dans une politique économique alternative. La disparition des primes de risque observées fin 1994 reflète ainsi logiquement le gain d'un régime de monnaie unique par rapport à

un système de change dont la crédibilité est variable selon les États participants : le coût de la non réalisation de l'UEM y apparaît ainsi plus faible pour un pays comme la France, membre *a priori* crédible du SME, que pour l'Italie ou l'Espagne, dont la participation au mécanisme de change est soit intermittente, soit récente.

Tableau 3
Évolutions de taux d'intérêt associées au passage du scénario de « non UEM » au scénario de convergence

Pays	Ampleur de la baisse de taux	Pays	Ampleur de la baisse de taux
États-Unis	110 points de base	Pays-Bas	120 points de base
Japon	110 points de base	France	170 points de base
Canada	110 points de base	Belgique	190 points de base
Royaume-Uni	110 points de base	Espagne	510 points de base
Allemagne	110 points de base	Italie	520 points de base

Calcul des efforts budgétaires requis pour passer du scénario de « non-UEM » au scénario de convergence

Les évolutions de taux d'intérêt postulées sont répercutées sur les coûts apparents des dettes publiques de façon graduelle, en fonction de la maturité moyenne de ces dernières. À l'aide de ces coûts apparents, les soldes primaires nécessaires à la réalisation des objectifs de déficit et d'endettement des scénarios de convergence et de « non-UEM » sont calculés. Leur comparaison, entre les deux scénarios, permet de déterminer l'effort budgétaire à fournir, par une hausse des recettes ou une baisse des dépenses publiques, indépendamment de l'évolution de la charge d'intérêt.

139

Tableau 4
Efforts budgétaires annuels moyens nécessaires à la réalisation des objectifs de finances publiques du scénario de convergence sur la période 1995-2006 (en points de PIB) par rapport au scénario de « non-UEM »

Période	1995-1998	1999-2006	Période	1995-1998	1999-2006
Allemagne	+ 0,8	+ 0,7	Belgique	+ 1,3	+ 1,3
Pays-Bas	+ 1,4	+ 2,2	France	+ 1	+ 0,3
Espagne	+ 0,7	- 0,2	Italie	+ 2,1	- 0,8

Un signe positif représente un effort budgétaire (hausse des recettes et/ou baisse des dépenses).

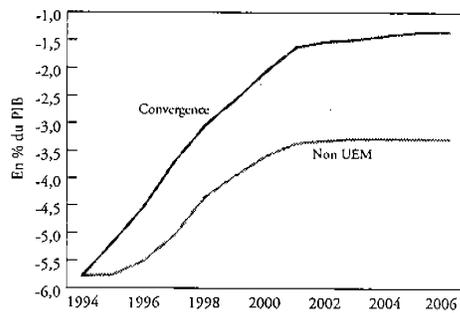
Un signe négatif représente une impulsion budgétaire (hausse des dépenses et/ou baisse des recettes).

Le tableau 4 est assez riche d'enseignements. Il souligne la forte disparité, selon les pays, des efforts à fournir entre les deux scénarios. Logiquement, la période concomitante à la « qualification » pour l'Union monétaire (1995-1998) inclut, pour la plupart des États-membres, les efforts budgétaires les plus importants. Cependant, certains pays doivent prolonger (cas de la Belgique), voire intensifier (cas des Pays-Bas) leurs efforts initiaux sur la période postérieure (1999-2006). Ceci est imputable pour partie au fait que les cibles budgétaires de moyen terme, imposées à ces deux pays dans le cadre du scénario de convergence, sont extrêmement rigoureuses¹³ (ces pays « pâtissent » en quelque sorte davantage du pacte de stabilité que de la discipline de court terme imposée par le calendrier préparatoire à l'UEM) et pour partie à la relative faiblesse de la baisse des taux pour ces deux pays, qui ne permet pas une réduction forte de leur charge d'intérêt. Pour d'autres, au contraire, la baisse des taux d'intérêt autorise un tel allègement de la charge de la dette publique qu'elle fournit des marges de manœuvre budgétaire, sur la seconde période, à des pays comme l'Italie ou l'Espagne qui peuvent réduire leurs efforts budgétaires tout en respectant leur cible de déficit public.

140

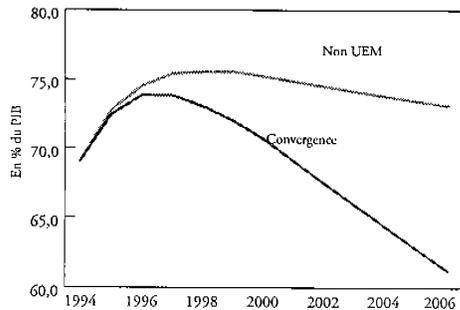
Cet effet de *dynamic scoring*, lié à la diminution des coûts apparents de la dette, est également perceptible au niveau de l'Union européenne. Les graphiques 2 présentent une comparaison entre les scénarios de convergence et de « non-UEM », en termes d'évolution du besoin de financement effectif, du ratio de dette publique et du solde primaire, agrégés au niveau des sept pays européens étudiés. Le graphique relatif à l'évolution des ratios d'endettement souligne que, dès 1996, la dynamique de la dette publique européenne est inversée dans le cadre du scénario de convergence. Ce dernier permet en effet au ratio de dette publique moyen des sept pays étudiés de revenir en dessous de 60 % du PIB en 2006 contre près de 75 % dans le scénario de « non-UEM ». Les graphiques relatifs aux soldes effectifs et primaires soulignent la concentration de l'effort budgétaire sur la période 1995-1997. Les graphiques relatifs aux soldes primaires montrent, de plus, qu'à terme les deux courbes représentatives du scénario de convergence et du scénario de non convergence ont vocation à se rejoindre, voire à se croiser. Tout effort réalisé aujourd'hui permet un assouplissement ultérieur sensible de la politique budgétaire.

Graphiques 2
Comparaison des caractéristiques budgétaires des scénarios
de convergence et de non UEM



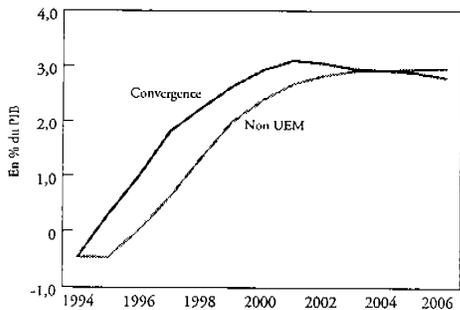
Évolution des besoins
de financement des
administrations
publiques

Moyenne des 7 pays



Évolution des dettes
publiques brutes

Moyenne des 7 pays



Évolution comparée
des soldes primaires

Moyenne des 7 pays

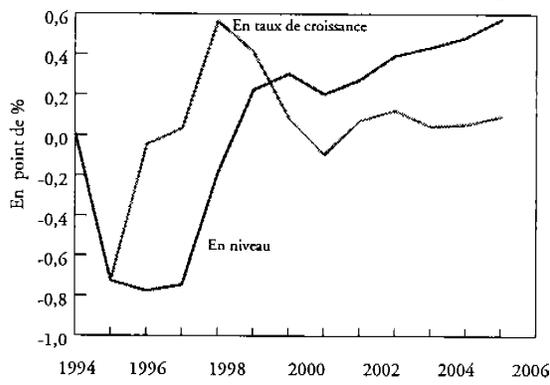
*PRÉSENTATION DES RÉSULTATS
DES SIMULATIONS SUR NIGEM*

L'impact sur l'activité, l'emploi et les prix des efforts budgétaires requis pour réaliser, dans les délais prévus, les objectifs de déficit et d'endettement publics impartis par le traité de Maastricht et le pacte de stabilité a ensuite été simulé à l'aide du modèle multinational Nigem. Ces efforts sont mesurés par rapport au scénario de « non-UEM », dans lequel les déficits publics sont graduellement réduits et les ratios d'endettement stabilisés. Dans le cadre de ces simulations, les efforts budgétaires ont été entièrement réalisés *via* une réduction des dépenses publiques et non par une hausse des prélèvements fiscaux. Dans la mesure où ces deux voies de réductions des déficits budgétaires ne se traduisent pas – dans la plupart des modèles macro-économiques – par des effets différents à moyen terme, cette simplification n'apparaît pas gênante. Bien que les résultats par pays soient disponibles et présentés en annexe, on s'intéresse ici principalement aux effets multiplicateurs pour l'Union européenne, en tant qu'espace économique relativement fermé vis-à-vis du reste du monde¹⁴, de larges ajustements budgétaires nationaux menés simultanément.

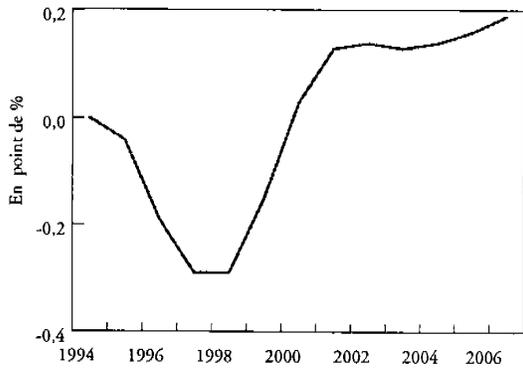
142

À très court terme, les effets demande d'un assainissement accéléré des finances publiques l'emportent et se traduisent par un impact négatif sur l'activité. La perte d'activité atteint pour l'Union européenne dans son ensemble 0,8 point de PIB par rapport au scénario de « non-UEM ». Elle est concentrée sur 1995 dans tous les pays, sauf en France et en Italie où elle est répartie sur 1995 et 1996. Au-delà, les effets de la modération des prix et, surtout, de la réduction des taux d'intérêt prédominent et inversent le sens des résultats, tandis que la baisse des charges d'intérêt permet dans plusieurs pays d'alléger les efforts budgétaires à fournir. Dès 1998, le taux de croissance moyen du PIB en volume de la Communauté européenne est supérieur de 0,5 point à celui qu'aurait entraîné une moindre discipline budgétaire en Europe. À partir de 1999, l'impact de l'assainissement accéléré des finances publiques sur le niveau de l'activité et de l'emploi devient positif. Les graphiques 3 présentent les résultats de l'évaluation pour la zone constituée des sept principaux États-membres de l'Union européenne. On trouvera en annexe les résultats de nos simulations détaillés par pays.

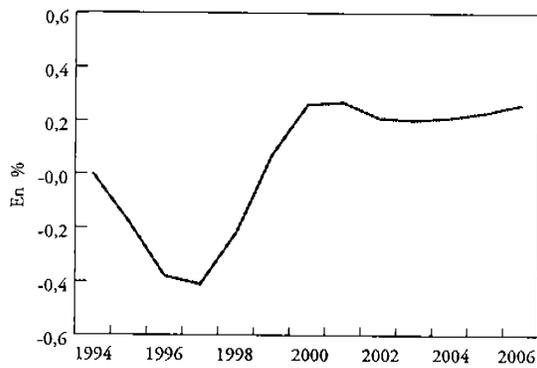
Graphiques 3
Résultats de la simulation sur le PIB,
l'inflation et l'emploi européens



Impact sur le
PIB européen



Impact sur
l'inflation
européenne



Impact sur
l'emploi
européen

La baisse des taux d'intérêt qui accompagne le scénario de convergence influe sur les résultats de deux façons : elle diminue, *via* une baisse très graduelle des coûts apparents de la dette, l'effort budgétaire requis pour réaliser les objectifs budgétaires assignés. Ce premier impact est particulièrement fort pour des pays comme l'Italie, dont l'ajustement est très important et dont la maturité moyenne de la dette est courte. D'autre part, le « gain » annuel obtenu sur les taux d'intérêt, grâce à une diminution de l'endettement mondial, est répercuté dans le modèle de façon exogène sur le niveau des taux réels de tous les pays. Cette diminution uniforme des taux d'intérêt explique que des pays tel l'Allemagne, ayant eu *a priori* un effort budgétaire moindre à fournir, bénéficient néanmoins d'un impact positif sur la croissance de leur PIB et sur le niveau de leur taux de chômage. En retour, la plus forte croissance de ces économies bénéficie, *via* le commerce intra-communautaire, aux pays qui ont les efforts les plus importants à fournir.

L'effet positif résultant à moyen terme d'un ajustement des déficits publics suffisamment rigoureux pour satisfaire aux critères du traité n'est pas obtenu grâce à une baisse démesurée des taux d'intérêt. Ainsi, dans le scénario de convergence, la baisse de l'endettement européen par rapport au niveau qui aurait pu être le sien en l'absence de critères contribue à réduire les taux d'intérêt réels de 110 points de base sur la période 1995-2006. Cette baisse sensible ne doit cependant pas s'analyser par rapport au niveau projeté des taux d'intérêt à l'horizon 2000, ou par rapport à leur niveau de 1995, mais par comparaison avec celui que les taux d'intérêt pourraient atteindre dans le scénario de « non-UEM ». Si on tient compte à la fois de l'effet taux lié à la réduction de l'endettement mondial et de celui consécutif à la réduction des primes de risque de change en Europe, on aboutit à des baisses de taux d'intérêt de 500 points de base environ en Espagne et en Italie, de 150 à 200 points de base en France et en Belgique et de 100 points de base environ au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Allemagne (*cf.* tableau 3). On peut noter que, pour plusieurs de ces pays, à une situation sensiblement moins dégradée des finances publiques correspondaient, à la fin des années soixante-dix, des taux d'intérêt réels inférieurs de 300 à 400 points de base à leur niveau de 1994.

Une analyse des résultats détaillés au niveau des pays révèle certaines disparités quant à l'impact macro-économique d'une convergence accélérée des finances publiques par rapport à un scénario de « non-UEM ». En taux de croissance, celui-ci est certes partout favorable à moyen terme. La date à partir de laquelle l'impact sur le taux de croissance du PIB s'avère positif est cependant plus ou moins précoce selon les pays : 1996 au Royaume-Uni, 1997 en Italie, en Espagne, et en Belgique,

1998 en Allemagne, en France et aux Pays-Bas. En *niveau*, l'impact cumulé sur le PIB devient positif en 1999 ou 2000 dans tous les grands pays. À l'horizon 2006, les pays qui semblent bénéficier le plus de l'assainissement accéléré de leurs finances publiques sont l'Espagne, le Royaume-Uni, la Belgique et, quoiqu'à un moindre degré, l'Italie.

Ces disparités traduisent à la fois l'inégalité des efforts budgétaires à réaliser et les différences de sensibilité des économies européennes à une baisse marquée des taux d'intérêt¹⁵. L'existence d'une forte externalité, constituée par une diminution quasiment uniforme des taux d'intérêt réels en raison d'une baisse d'un ratio d'endettement agrégé au niveau mondial, permet aux pays ayant déjà réalisé en début de période une grande partie de leur effort d'ajustement budgétaire (cas de l'Allemagne par exemple) ou ne réalisant pas d'effort budgétaire particulier (cas du Royaume-Uni par exemple) ou réalisant un effort plus étalé dans le temps (cas de l'Espagne ou de l'Italie dans notre scénario¹⁶) de pleinement bénéficier d'une baisse des taux induite par une discipline budgétaire observée par tous les États-membres. Au regard de leur propre effort budgétaire sur la période considérée, ces pays paraissent en conséquence davantage profiter de la baisse des taux d'intérêt.

Cette même hypothèse explique l'impact positif sur le PIB des États-Unis, du Canada et du Japon. Celui-ci s'élèverait à l'horizon 2006 à près de 1,5 % aux États-Unis et au Canada et à 0,5 % au Japon. Ces pays bénéficieraient en effet d'une baisse importante des taux d'intérêt internationaux, sans avoir eu à fournir d'efforts budgétaires particuliers. Cette « manne » substantielle et quelque peu inattendue peut être perçue de deux façons :

– une forme de *free-lunch* pour les économies anglo-saxonnes et pour le Japon, qui bénéficieraient d'une baisse identique des taux réels (hors effets primes de risque) sans en avoir à payer le « prix » *via* une baisse de leurs dépenses publiques. La reconnaissance de cette forme d'externalité des politiques budgétaires, mise en évidence par les travaux récents du FMI, pourrait susciter un appel à la coordination internationale des politiques budgétaires, de façon à ce que chacun contribue à l'effort commun de désendettement public et de réduction du taux d'intérêt « mondial » ;

– un relais provisoire de la demande interne européenne : le supplément important de croissance qu'enregistrent, grâce à la baisse des taux mondiaux, les pays « tiers » du G10 dégrade leur balance commerciale, au profit notamment des exportations européennes. Le maintien d'un environnement international favorable permet aux États-membres de l'Union européenne de compenser, par la demande extérieure, la contraction initiale de la consommation privée interne.

Naturellement, comme dans toute simulation, les résultats présentés ici sont étroitement tributaires des hypothèses retenues. À ce propos, il convient de rappeler que les variantes ont été réalisées sur Nigem sans tenir compte des possibles effets « non-keynésiens » – se traduisant par des chocs à la baisse sur le taux d'épargne des ménages européens – et sous l'hypothèse d'une stabilité des taux de change réels entre les devises européennes et les monnaies tierces. Par rapport aux résultats présentés ci-dessus, l'introduction de comportements « non-keynésiens » réduirait les effets défavorables de court terme, en minorant la contraction de la consommation privée. Mais elle modérerait également les effets favorables de moyen terme en ne permettant pas une baisse équivalente des taux d'intérêt.

Quant à l'hypothèse d'une stabilité des taux de change réels, elle peut donner le sentiment d'induire un partage de la croissance mondiale défavorable à l'Europe. Dans notre simulation, l'Union européenne ne bénéficie en effet d'aucun gain de compétitivité lui permettant d'accroître ses parts de marchés à l'extérieur, alors qu'elle pâtit de la contraction initiale de sa demande interne. En revanche, comme il l'a déjà été souligné, elle conserve une compétitivité constante sur des marchés dont le PIB s'accroît sous l'effet de la diminution du taux d'intérêt mondial. Le gain résultant d'une croissance des échanges internationaux permet de compenser au moins partiellement le « coût » que représente pour les économies européennes la stabilité de leur taux de change réel.

146

Une simulation sans baisse du taux d'intérêt mondial

Une évaluation alternative, ne reposant plus sur l'hypothèse d'une baisse du taux d'intérêt mondial, a été réalisée. Dans cette évaluation, on estime d'une part les gains en croissance occasionnés par la suppression progressive des primes de risque des principaux États-membres vis-à-vis de l'Allemagne et on simule d'autre part l'évolution des économies européennes sous l'effet des baisses de dépenses publiques requises par notre scénario de convergence, en laissant les taux d'intérêt évoluer de façon endogène au modèle et les taux de change suivre une évolution conforme à la parité non couverte des taux, en anticipations rationnelles. Le cumul de ces deux résultats est autorisé dans la mesure où nous avons fait l'hypothèse que la disparition des primes de risque n'engendrait pas de mouvement de change. Si l'on met de côté la disparition des primes de risque, cette méthode se rapproche davantage de celle utilisée par le NIESR dans sa propre évaluation de l'impact des dispositions du traité de Maastricht (Barell *et alii*, 1996).

La baisse des taux d'intérêt, dans le cas du scénario de convergence, y est inférieure à celle qui figurait au sein de la variante principale, présentée ci-dessus. Il n'y a dans ce cas de figure pas de véritable baisse du taux d'intérêt mondial (même si les taux diminuent partout dans le monde à court terme). En écart au scénario de « non UEM », les taux monétaires diminuent ainsi « seulement » de 100 points de base en France et de 50 points de base en Allemagne à l'horizon 1998-1999, entre 350 et 400 points de base à l'horizon 2000-2001 en Italie et en Espagne.

Cette simulation se traduit bien par une dépréciation initiale des taux de change effectifs des devises européennes, conforme aux conclusions standards du modèle Mundell-Fleming. Celle-ci s'avère cependant limitée, même en termes réels : 1,4 % en Italie dès 1995, 0,9 % en Allemagne et 0,4 % en France à l'horizon 1998. Cette dépréciation initiale permet à la demande extérieure de soutenir provisoirement l'activité. Cependant, la baisse plus faible des taux d'intérêt ne permet pas de relancer la demande interne de la même façon que dans la variante précédente. Au total, sur la période 1995-1998, la contraction initiale du PIB européen apparaît légèrement inférieure par son ampleur (-0,6 % en 1997) mais plus étalée dans le temps. À plus long terme, alors que les monnaies européennes se réapprécient progressivement, le retour vers le niveau initial de la production s'avère plus lent. Le PIB européen récupère ainsi son niveau initial à l'horizon 2000.

Cette variante complémentaire, réalisée afin d'illustrer le fonctionnement spontané du modèle en anticipations rationnelles, doit cependant être interprétée avec une grande prudence : premièrement, la moindre baisse des taux fait que la diminution des dépenses publiques, calculée *ex ante* en prenant en compte une baisse plus importante des charges d'intérêt, n'est plus suffisante pour atteindre les cibles budgétaires du scénario de convergence et d'UEM. De ce fait, les deux variantes ne peuvent être immédiatement comparées. En outre, le fonctionnement du modèle en anticipations rationnelles, notamment pour des simulations « lourdes », n'est pas toujours satisfaisant. Dans la version du modèle Nigem utilisée, la période au terme de laquelle les économies doivent revenir sur leur sentier de croissance de long terme est trop courte par rapport à l'ampleur des chocs simulés dans le cadre de cette étude. La taille des chocs de première période sur les taux de change des différents pays, liée aux mouvements de taux d'intérêt sur l'ensemble de la période et à la capacité des économies à rejoindre leur sentier de long terme, est de ce fait relativement fragile.

Ce travail tente une comparaison, sur la période 1994-2006, de deux stratégies de politique économique :

– un ajustement accéléré des finances publiques européennes, de façon à respecter en temps utile les critères et à se conformer aux obligations du futur pacte de stabilité, et la mise en place, au 1^{er} janvier 1999, d'une union monétaire initialement restreinte qui s'élargit progressivement ;

– une stratégie de stabilisation, voire de diminution progressive, des ratios d'endettement publics européens, dont la grande majorité s'inscrivaient en 1994 à des niveaux très élevés ou sur une dynamique quasi explosive. Cette définition de la soutenabilité des finances publiques implique déjà des efforts budgétaires importants pour certains pays. Elle se traduit, dans ce scénario, par une réduction graduelle des déficits public, indépendante de tout critère ou de tout calendrier institutionnel dans la mesure où la création de l'union monétaire n'est pas visée.

Ce faisant, ce travail ne mesure ni les effets de l'unification monétaire, ni le « coût » de la convergence budgétaire mesuré en écart à une politique macro-économique clairement alternative, se traduisant par une dérive supplémentaire des comptes publics et un décrochage monétaire. Il vise au contraire à prendre pleinement en compte l'idée – souvent énoncée – selon laquelle la plupart des gouvernements européens, même en l'absence du processus communautaire de convergence vers la monnaie unique, auraient été incités à résorber les déséquilibres de leurs finances publiques et à maintenir la discipline monétaire impartie par le SME.

Dans ces conditions, et sous l'hypothèse d'une relation internationale négative entre évolution des dettes publiques et taux d'intérêt, la simulation sur le modèle multinational Nigem du scénario de convergence et d'unification monétaire, réalisée en variante d'une « simple » stratégie de soutenabilité des ratios d'endettement, aboutit aux résultats suivants :

• L'ajustement accéléré des finances publiques se traduit initialement par une contraction de l'activité significative mais concentrée dans le temps. On ne peut sur ce point exclure que la diminution sensible des déficits ait contribué – au moins sur 1995 et 1996 – au ralentissement observé de la consommation des ménages européens.

• La baisse des taux d'intérêt réels résultant pour partie d'une modification graduelle mais substantielle de l'équilibre entre offre et demande de fonds prêtables au niveau mondial, et pour partie de la disparition avant 1999 des primes de change pour les principaux partenaires de l'Allemagne, permet une relance de l'investissement en Europe

et un maintien de l'activité, à un rythme soutenu, dans les pays tiers de l'OCDE.

• Les externalités positives de l'ajustement des finances publiques en Europe l'emportent progressivement sur l'effet multiplicateur lié à la transmission internationale de la baisse initiale de la demande européenne. L'existence d'effets d'éviction inversés (*crowding in*) et la croissance des exportations vers les économies des pays extérieurs à l'Europe permettent une nette accélération de la croissance européenne à partir de 1998. L'impact du processus de résorption accélérée des déficits européens, par rapport à une stratégie de simple stabilisation des ratios d'endettement, s'avère dès lors significativement et durablement positif.

BIBLIOGRAPHIE

- ALESINA A., PEROTTI R. (1995), « Fiscal expansions and fiscal adjustments in OECD countries », NBER Working Paper 5214.
- BARRO R. J. (1974), « Are Government bonds net wealth? », *Journal of Political Economy*, 82, novembre/décembre.
- BARRO R. J. (1989), « The Ricardian approach to budget deficits », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n° 2.
- BARELL R., MORGAN J. et PAIN N. (1996), « The employment effects of the Maastricht fiscal criteria », *NIESR*, Juin.
- BERNHEIM D. (1989), « A neoclassical perspective on budget deficits », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n° 2.
- BERTOLA G., DRAZEN A. (1993), « Trigger points and budget cuts : explaining the effects of fiscal austerity », *The American Economic Review*, vol. 83, n° 1, mars.
- CLARK P., LAXTON D. (1995), « Exchange Rate Effects of Fiscal Consolidation », *World Economic Outlook*, octobre.
- Commission européenne (1990), « Marché unique, monnaie unique », *Économie européenne*, n° 44, octobre.
- Commission européenne (1991), « The economics of EMU », *Économie européenne*, édition spéciale, n° 1.
- Commission européenne (1993), « Les potentialités de croissance et d'emploi dans la Communauté jusqu'à l'an 2000 », *Économie européenne*, n° 54.
- COUR P., DUBOIS E., MAHFOUZ S. et PISANI-FERRY J. (1996), *The cost of fiscal retrenchment revisited : how strong is the evidence?*, Mimeo, INSEE-CEPII.
- CREEL J., STERDYNYAK H. (1995), « Les déficits publics en Europe : causes, conséquences ou remèdes à la crise? », *Revue de l'OFCE*, n° 54, juillet.
- EVANS P. (1987), « Do budget deficits raise nominal interest rates? Evidence from six countries », *Journal of Monetary Economics*, vol. 20, septembre.

FILAVIN M. (1993), « Excess smoothness of Consumption : identification and interpretation », *Review of Economic Studies*, vol. 60.

FØRD R., LAXTON D. (1995), « World Public Debt and Real Interest Rates », IMF Working Paper, WP/95/30, mars.

GAGNON J., UNFERTH M. (1995), « Is there a World real interest rate? », *Journal of International Money and Finance*.

GIORNO C., RICHARDSON P., ROSEVEARE D. et VAN DEN NOORD P. (1995), « Estimating potential output, output gaps and structural budget balances », *Revue économique de l'OCDE*, n° 24.

GIAVAZZI F., PAGANO M. (1995), « Non Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes : International Evidence and the Swedish Experience », NBER Working Paper n° 5332.

HELBLING T., WESCOTT R. (1995), « The Global Real Interest Rate », IMF Staff Studies for the World Economic Outlook, septembre.

MIMOSA (1993), *La convergence en Europe : Bilan et perspectives*, Rapport au Parlement européen, juillet.

Ministère fédéral des Finances allemand (1996), « 83^e réunion du Conseil de planification financière », juin.

ORR A., EDEY M. et KENNEDY M. (1995), « The determinants of real long term interest rates : 17 country pooled-time-series evidence », OECD Economic Department Working Papers, n° 155.

Parlement européen (1995), *Rapport sur une stratégie cohérente de l'emploi pour l'Union européenne*, document du Parlement européen, n° A4-0166/95, 28 juin.

SUTHERLAND A. (1995), « Fiscal crises and aggregate demand : can high public debt reverse the effects of fiscal policy? », CEPR Discussion Paper, n° 1246, septembre.

TANZI V. (1985), *Fiscal deficits and interest rates in the United States*, International Monetary Fund Staff Papers, vol. 32, décembre.

TANZI V. (1987), *The effects of fiscal deficits on interest rates : reply to Spiro*, International Monetary Fund Staff Papers, vol. 34, juin.

NOTES

1. Depuis la définition des critères de convergence par le Traité sur l'union européenne, de nombreuses études empiriques se sont efforcées d'évaluer l'impact macro-économique de l'ajustement budgétaire que doivent réaliser les États-membres de la Communauté pour accéder à la monnaie unique. Ces travaux partagent une limite commune : ils n'évaluent en rien les coûts et les gains potentiels d'une monnaie unique. Un tel exercice nécessiterait en effet la prise en compte de nombreuses autres implications, micro-économiques, structurelles, institutionnelles ou politiques de l'unification monétaire qui restent généralement insaisissables par le biais de nos outils traditionnels et demeurent, en particulier, étrangères aux modèles économétriques.

2. Voir par exemple Ford et Laxton (1995) pour une évaluation empirique de ce lien entre dette publique agrégée au niveau mondial et taux d'intérêt mondial.
3. Cette hypothèse permet en outre d'expliquer pourquoi, dans le cadre du modèle, une contraction budgétaire s'accompagne à la fois d'une amélioration du solde commercial (en raison d'un différentiel de demande défavorable) et d'une dépréciation du change. L'élasticité infinie des flux de capitaux au différentiel de rendements l'emporte en effet sur l'élasticité finie des importations et des exportations au différentiel de demande interne.
4. Une diminution de l'endettement public est en effet susceptible de réduire l'incertitude sur l'orientation ultérieure de la fiscalité ainsi que la probabilité d'une crise financière. En outre, elle permet de diminuer l'exposition de l'économie à un choc extérieur du type choc d'intérêt.
5. Hors modification de la perception du risque.
6. Le modèle Nigem ne permettrait en effet pas au moment de la réalisation de l'étude de modéliser l'ensemble des quinze États-membres de l'Union européenne.
7. A la suite de l'initiative du ministre allemand des Finances, Théo Waigel, à la fin de 1995, un consensus s'est dégagé parmi les États-membres pour interpréter la limite des 3 % comme un plafond absolu pour leur déficit public, à ne pas dépasser, hors circonstances exceptionnelles. A Dublin, les chefs d'État et de gouvernement se sont entendus sur la définition de ces circonstances exceptionnelles et temporaires : outre les événements échappant au contrôle des autorités (guerre...), pourraient être considérées comme circonstances exceptionnelles des récessions économiques, caractérisées par une diminution du PIB en volume d'au moins 0,75 % (la récession est dite toujours exceptionnelle si la baisse du PIB est supérieure à 2 % ; si elle est comprise entre 0,75 % et 2 %, un État-membre peut invoquer l'existence de circonstances exceptionnelles).
8. En toute rigueur, nos cibles budgétaires vont plus loin que la simple stabilisation automatique puisqu'elles procurent une marge de manœuvre « discrétionnaire » aux gouvernements, afin de leur permettre, le cas échéant, de contrer un choc négatif sur l'activité.
9. L'étude des primes de change dérivées des écarts de swaps souligne que les marchés n'anticipaient pas, au printemps 1996, une participation prochaine de l'Italie à l'union monétaire.
10. La reprise, en 1995, par l'État fédéral allemand des dettes de la Treuhand, indépendante du processus de convergence, est naturellement dupliquée dans le scénario de non UEM.
11. Dans la mesure où la dette publique d'une année n est égale à la dette publique de l'année $n-1$ augmentée des intérêts payés sur cette dette et diminuée du solde primaire de l'année n , on peut aisément montrer que la stabilisation du ratio de dette publique à un niveau D/Y suppose la réalisation d'un solde primaire rapporté au PIB S/Y tel que $S/Y = D/Y * (i - g) / (1 + g)$ avec i , le taux d'intérêt nominal et g le taux de croissance nominale du PIB.
12. Ceci est vrai pour quatre des six pays qui s'astreignent, dans notre scénario de convergence, à respecter la discipline impartie par le traité. Dans le cas de la France et de l'Allemagne, les niveaux auxquels les ratios de déficits sont stabilisés dans le scénario de non-UEM sont très légèrement supérieurs à ceux observés en moyenne sur la décennie 1980.
13. Ces cibles de moyen terme très rigoureuses sont liées à la forte ouverture de ces deux pays, et donc aux fortes fluctuations cycliques auxquelles sont traditionnellement soumises leur économie ainsi qu'à l'élasticité élevée de leurs finances publiques à la conjoncture.
14. Le taux d'ouverture de l'Union européenne à 15, environ 8 %, est ainsi inférieur à celui des États-Unis ou du Japon. Celui de la zone constituée des sept États-membres étudiés, bien que légèrement supérieur, reste très proche de cette valeur.
15. Des écarts de sensibilité des économies européennes aux évolutions des taux d'intérêt sont évoqués dans d'autres études. Ceux qui sont retenus ici correspondent en fait directement aux propriétés du modèle Nigem, lesquelles en la matière apparaissent relativement moyennes.
16. Cela ne signifie pas que ces pays « reportent » leurs efforts dans le temps.

ANNEXE

Résultats détaillés par pays de la simulation sur NIGEM
Taux de change réels exogènes

Écarts au compte central (en %)												
France	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pib	-0,50	-0,77	-0,80	-0,03	0,75	0,84	0,43	0,12	0,10	0,19	0,32	0,52
Prix à la conso.	-0,04	-0,25	-0,62	-1,00	-1,14	-0,94	-0,59	-0,30	-0,13	-0,00	0,13	0,32
Taux monétaire	-0,45	-1,18	-1,91	-1,95	-1,40	-0,75	-0,60	-0,92	-1,32	-1,57	-1,66	-1,64
Bal. courante*	0,13	0,13	0,11	-0,34	-0,50	-0,21	0,16	0,24	0,19	0,17	0,17	0,11
Tx change eff.	0,01	0,05	0,14	0,26	0,28	0,15	-0,00	-0,11	-0,10	-0,00	0,12	0,25
Prix rel. à l'export	0,05	0,10	0,03	-0,10	-0,23	-0,21	-0,06	0,05	0,06	0,04	0,04	0,07
Emploi	-0,19	-0,41	-0,51	-0,24	0,26	0,55	0,46	0,22	0,08	0,08	0,14	0,25
Allemagne	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pib	-0,85	-0,65	-0,62	0,13	0,37	0,22	-0,19	0,02	0,17	0,30	0,40	0,41
Prix à la conso.	0,02	-0,16	-0,51	-0,92	-1,15	-1,11	-0,95	-0,87	-0,87	-0,85	-0,75	-0,58
Taux monétaire	-0,32	-0,71	-1,25	-1,29	-1,05	-0,68	-0,63	-0,81	-1,08	-1,16	-1,14	-1,11
Bal. courante*	0,15	0,11	0,11	-0,08	-0,11	-0,02	0,22	0,21	0,22	0,18	0,17	0,24
Tx change eff.	-0,04	-0,03	0,07	0,23	0,37	0,46	0,53	0,68	0,88	1,09	1,27	1,44
Prix rel. à l'export	-0,04	-0,14	-0,08	0,03	0,20	0,23	0,12	0,00	0,03	0,09	0,14	0,16
Emploi	-0,22	-0,40	-0,41	-0,19	0,10	0,20	0,08	-0,00	0,03	0,12	0,19	0,24
Italie	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pib	-1,43	-1,79	-1,76	-1,21	-0,63	-0,11	0,63	0,91	1,11	0,85	0,64	0,61
Prix à la conso.	-0,19	-0,69	-1,27	-1,78	-2,11	-2,30	-2,31	-2,14	-1,87	-1,57	-1,32	-1,10
Taux monétaire	-0,72	-1,63	-2,93	-3,90	-4,59	-5,26	-5,89	-5,68	-5,50	-5,59	-5,90	-6,15
Bal. courante*	0,98	0,89	0,82	0,62	0,51	0,31	-0,17	-0,16	-0,10	0,29	0,54	0,67
Tx change eff.	0,19	0,56	0,90	1,17	1,44	1,78	2,07	2,14	2,04	1,93	1,93	2,04
Prix rel. à l'export	-0,13	-0,43	-0,57	-0,57	-0,44	-0,24	-0,01	0,15	0,21	0,21	0,16	0,14
Emploi	-0,43	-0,82	-0,89	-0,68	-0,34	-0,03	0,30	0,51	0,60	0,52	0,37	0,28
Espagne	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pib	-0,81	-0,80	-0,74	-0,14	0,76	1,12	1,31	1,42	1,41	1,41	1,43	1,54
Prix à la conso.	-0,01	-0,11	-0,33	-0,55	-0,65	-0,53	-0,24	0,11	0,45	0,81	1,16	1,52
Taux monétaire	-0,29	-0,45	-1,49	-2,46	-3,24	-4,13	-5,17	-5,41	-5,56	-5,70	-5,83	-5,94
Bal. courante*	0,04	0,11	0,18	0,22	0,08	-0,13	-0,34	-0,46	-0,48	-0,42	-0,35	-0,28
Tx change eff.	-0,02	-0,09	-0,13	-0,17	-0,16	-0,15	-0,19	-0,30	-0,45	-0,57	-0,66	-0,69
Prix rel. à l'export	0,03	0,02	-0,05	-0,17	-0,27	-0,29	-0,27	-0,25	-0,26	-0,25	-0,22	-0,19
Emploi	-0,12	-0,43	-0,41	-0,12	0,35	0,74	0,74	0,57	0,44	0,35	0,27	0,24
Royaume-Uni	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pib	-0,10	-0,03	0,08	0,30	0,43	0,51	0,48	0,51	0,65	0,73	0,84	0,99
Prix à la conso.	-0,02	-0,07	-0,08	-0,02	0,14	0,38	0,66	0,95	1,25	1,60	2,00	2,46
Taux monétaire	-0,09	-0,17	-0,19	-0,11	0,03	0,12	0,06	-0,05	-0,12	-0,15	-0,16	-0,13
Bal. courante*	-0,10	-0,16	-0,23	-0,19	-0,10	-0,04	0,02	0,02	-0,06	-0,10	-0,10	-0,11
Tx change eff.	0,01	-0,09	-0,30	-0,59	-0,82	-0,92	-0,94	-0,98	-1,06	-1,14	-1,22	-1,30
Prix rel. à l'export	0,03	0,05	-0,01	-0,08	-0,10	-0,04	0,05	0,09	0,08	0,07	0,10	0,15
Emploi	-0,01	-0,05	-0,03	0,06	0,20	0,32	0,36	0,35	0,36	0,43	0,50	0,58
Com. Européenne	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pib	-0,73	-0,78	-0,75	-0,19	0,22	0,30	0,20	0,27	0,39	0,43	0,48	0,57
Prix à la conso.	-0,04	-0,23	-0,52	-0,81	-0,96	-0,93	-0,80	-0,65	-0,53	-0,38	-0,22	-0,03
Bal. courante**	0,24	0,21	0,18	-0,03	-0,09	-0,00	0,10	0,12	0,10	0,15	0,19	0,22
change eff.***	0,01	0,07	0,14	0,22	0,28	0,31	0,34	0,37	0,41	0,47	0,55	0,64
Emploi****	-0,18	-0,38	-0,41	-0,22	0,07	0,26	0,27	0,21	0,20	0,21	0,23	0,26
Pib OCDE	-0,27	-0,23	-0,17	0,10	0,29	0,36	0,39	0,50	0,62	0,69	0,78	0,88

* en points de Pib - ** agrégation Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni (en points de PIB)

*** pondération PIB (à 7) - **** à 7