

LE PACTE DE STABILITÉ EST-IL UN ACCORD EFFICACE ?

PATRICK ARTUS*

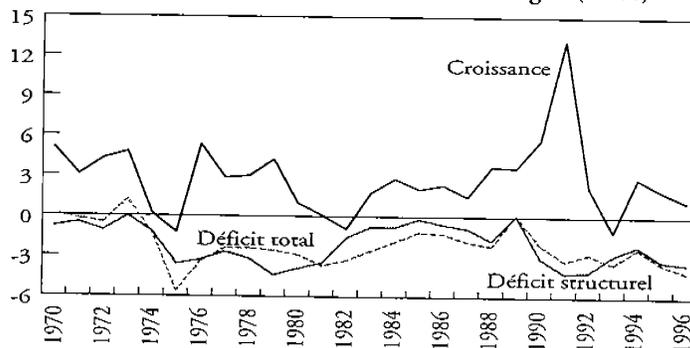
LA CAPACITÉ À STABILISER LES CYCLES SERA-T-ELLE RÉDUITE ?

Le pacte de stabilité, sauf circonstance exceptionnelle (croissance négative inférieure à -3/4 %) limite le déficit public à 3 % du PIB. Une première crainte consiste à voir disparaître la possibilité de lisser les cycles économiques grâce à la politique budgétaire. Ceci serait particulièrement grave puisque la politique monétaire sera définie pour l'ensemble de la zone et ne pourra pas réagir à l'apparition d'une récession régionale (limitée à un petit nombre de pays).

Examinons la situation dans le passé de quelques pays.

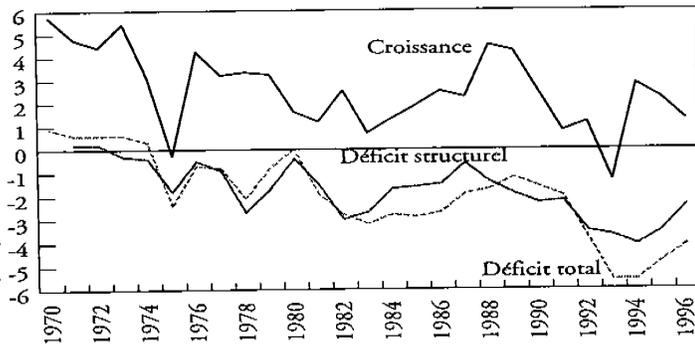
153

Graphique 1
Déficit des APU et croissance en Allemagne (en %)

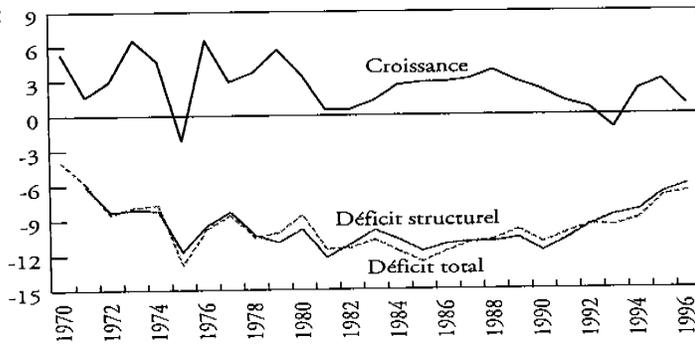


* Directeur des études économiques, Caisse des dépôts et consignations.

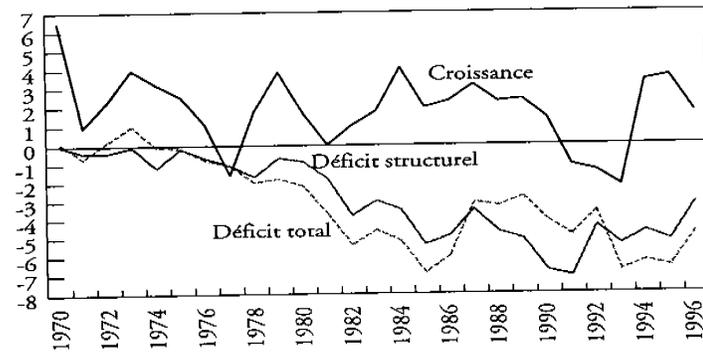
Graphique 2
Déficit des APU et croissance en France (en %)

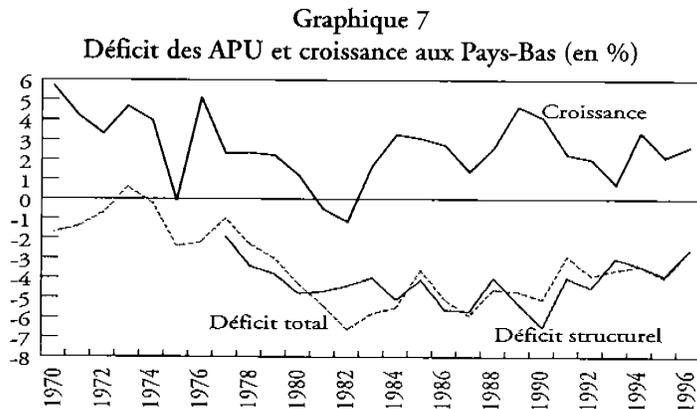
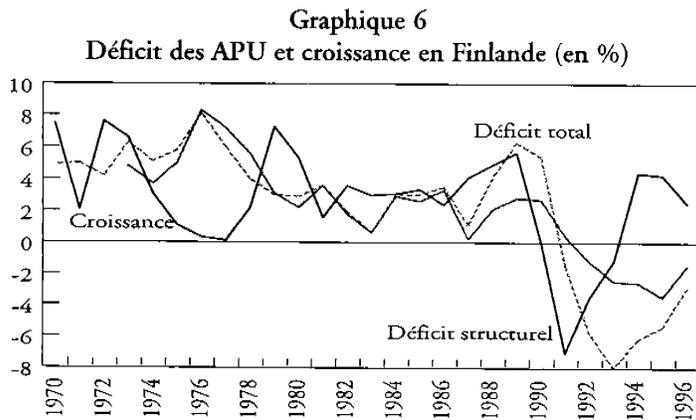
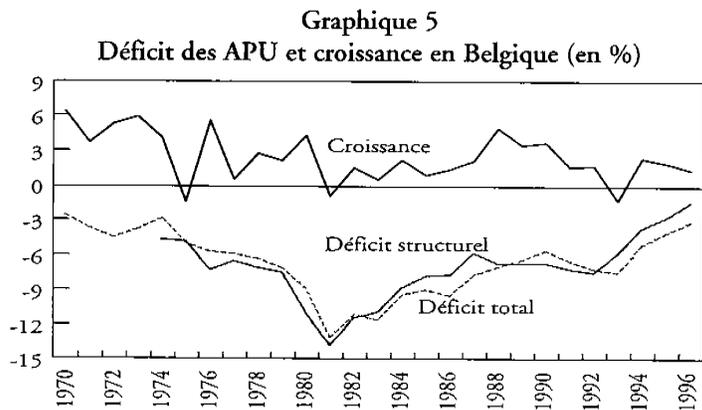


Graphique 3
Déficit des APU et croissance en Italie (en %)

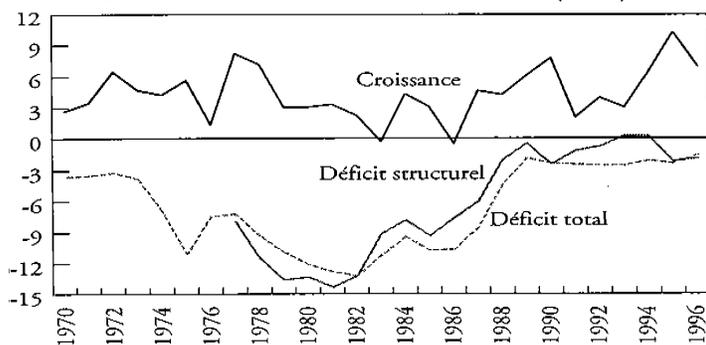


Graphique 4
Déficit des APU et croissance en Espagne (en %)





Graphique 8
Déficit des APU et croissance en Irlande (en %)



156

Quelques pays ont eu une situation très particulière des finances publiques : excédent jusqu'en 1990 en Finlande puis énorme déficit; déficit en réduction continue depuis 1981 en Belgique, depuis 1985 en Italie; réduction brutale du déficit de 1987 à 1989 en Irlande. Concentrons-nous sur les pays ayant connu une évolution plus régulière et examinons le coût en déficit des reculs de la croissance, en regardant l'écart dans ces périodes entre le déficit structurel et le déficit total (cet écart représente l'effet du cycle économique sur le déficit). En Allemagne, il atteint plus de 2 points en 1975, $1\frac{3}{4}$ point en 1983; aux Pays-Bas, 2 points en 1982; $2\frac{1}{2}$ points en Espagne en 1990; un peu plus de 2 points en France en 1993; presque 6 points de PIB en 1993 en Finlande!

Il semble au total qu'une marge de 2 points à $2\frac{1}{2}$ points de PIB soit nécessaire pour que, sans buter sur la contrainte de 3 %, la politique budgétaire puisse être autant contracyclique que dans le passé. Ceci veut dire que, dans les périodes où l'activité économique est normale, le déficit devrait être compris entre 0 et 1 point de PIB, soit nettement moins que le niveau qui assure la stabilisation du taux d'endettement public en Europe (si la dette publique européenne se stabilise à un niveau voisin de 80 % du PIB, le taux d'intérêt réel de $4\frac{1}{2}$ %, l'inflation de $1\frac{1}{2}$ % et la croissance de $2\frac{1}{2}$ %, ce niveau est de 3 points de PIB environ, correspond à un excédent primaire de 1,6 point). C'est d'ailleurs un équilibre des finances publiques dans les périodes de croissance que prévoit le pacte de stabilité, c'est-à-dire une diminution du taux d'endettement. Il faut remarquer qu'effectivement, si on inclut dans la dette publique la dette actuarielle non provisionnée des systèmes de retraite (au moins une année et demi de PIB), une rigueur budgétaire nettement plus forte

est nécessaire pour réduire le taux d'endettement total (administrations publiques et dette actualisée du système de retraite), qui devient dans ce cas clairement excessif.

La question importante est de savoir si, spontanément, les pays de l'union vont aller vers l'équilibre des finances publiques, ou si ils vont se contenter d'un déficit réduit (autour de 2 points de PIB). Dans le second cas, il est clair que la possibilité de correction cyclique sera fortement réduite.

Si on examine à nouveau le passé, on voit que dans les périodes de croissance régulière le déficit est revenu autour de 2 points de PIB en Allemagne et en France, de 3 points en Espagne et aux Pays-Bas; on peut donc avoir quelques doutes sur la possibilité d'obtenir, en moyenne, l'équilibre budgétaire.

Nous devons maintenant nous demander d'où vient l'idée du pacte de stabilité.

*EXTERNALITÉ LIÉE AUX DÉFICITS PUBLICS EN UNION
MONÉTAIRE ET PACTE DE STABILITÉ : LA JUSTIFICATION
DE BASE*

157

L'idée de base est la suivante : en changes flexibles, si un pays mène une politique budgétaire expansionniste, son taux d'intérêt augmente, mais ceci ne pénalise absolument pas le pays voisin qui est protégé par le système de changes flexibles : si la mobilité internationale des capitaux est forte, le taux de change du pays qui accroît ses dépenses publiques va s'apprécier.

Les causes de l'expansion budgétaire peuvent être diverses. Au mieux, il s'agit d'une réponse à un choc négatif (spécifique au pays) de demande; au pire, d'un déficit budgétaire sans raison, résultant du laxisme du pays considéré.

En union monétaire, deux situations s'opposent : soit les marchés financiers discriminent entre les émetteurs, soit ils ne le font pas.

Dans le premier cas, si un pays a un déficit plus élevé (ou excessif), seul son taux d'intérêt s'élève, même s'il émet dans la même monnaie que le second pays. En effet, ce sont les spreads entre émetteurs qui reflètent leur qualité relative, pas le niveau général des taux d'intérêt.

Dans le second cas, les marchés financiers pénalisent également tous les émetteurs, qui sont considérés comme solidaires, si l'un d'entre eux a un déficit (ou une dette) excessif. Ceci peut être raisonnable s'il y a effectivement solidarité : en cas de difficulté d'un des émetteurs souve-

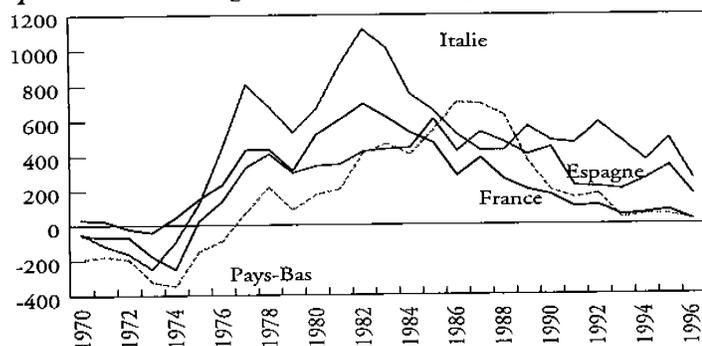
rains, les autres doivent venir à son secours. Le traité de Maastricht inclut explicitement une clause de *no bail out* qui interdit le sauvetage d'un émetteur défaillant : le traité implique donc qu'il y a discrimination, chacun étant seul responsable de sa situation.

Cependant cette clause est peu crédible : peut-on imaginer que les pays européens de l'Union monétaire abandonnent à son sort l'un d'entre eux en difficulté? Les répercussions globales sur le marché de l'euro pourraient être beaucoup trop graves, et s'il y a sauvetage, il y a bien externalité passant par les taux.

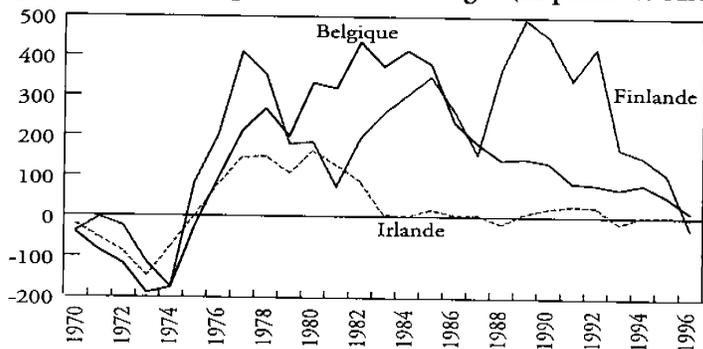
Que peut-on inférer de la situation actuelle? Les écarts de taux d'intérêt vis-à-vis de l'Allemagne (graphiques 9 et 10) ne sont pas liés aux niveaux de dette publique (graphiques 11 et 12) comme le montrent très clairement les exemples de la Belgique et de l'Irlande (dette forte, taux bas) ou de l'Espagne (dette faible, taux élevé). On peut montrer qu'ils ne dépendent aujourd'hui que des anticipations de variation des parités : une fois couverts contre le risque de change, tous les taux d'intérêt, en monnaie nationale, des pays de la zone euro sont similaires. Cette observation pousserait à ne pas croire à la thèse de la discrimination entre emprunteurs. Cependant, il est possible que la concentration sur le risque de change ait fait disparaître les autres causes d'écarts de taux d'intérêt, et que cette situation change après l'unification. Plaçons-nous cependant dans le cas le pire, d'absence de discrimination. En union monétaire, s'il n'y a aucune coordination, le pays affecté par un choc défavorable augmente fortement son déficit public et, s'il ne pénalise pas ce dernier, stabilise complètement son économie, neutralise l'effet du choc sur la production.

158

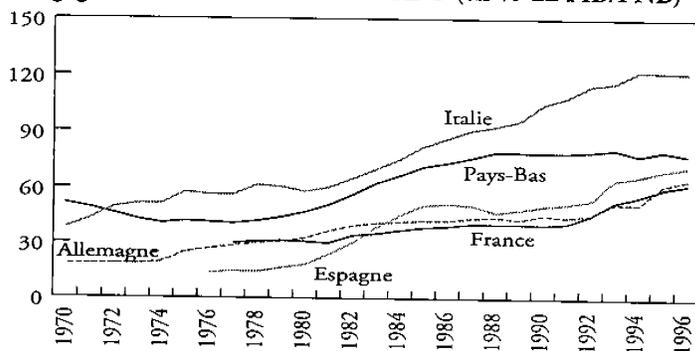
Graphique 9
Spread de taux à long terme avec l'Allemagne (en points de base)



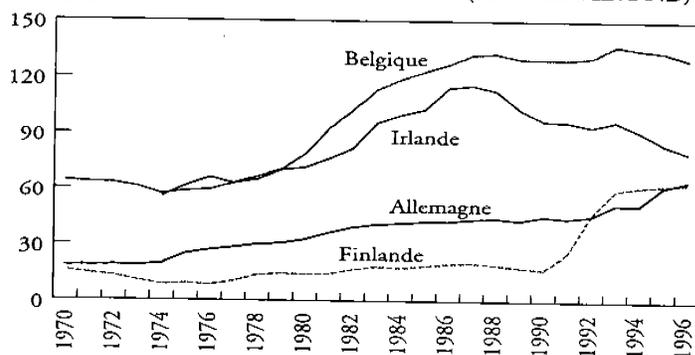
Graphique 10
Spread de taux à long terme avec l'Allemagne (en points de base)



Graphique 11
Engagements financiers bruts des APU (en % du PIB/PNB)

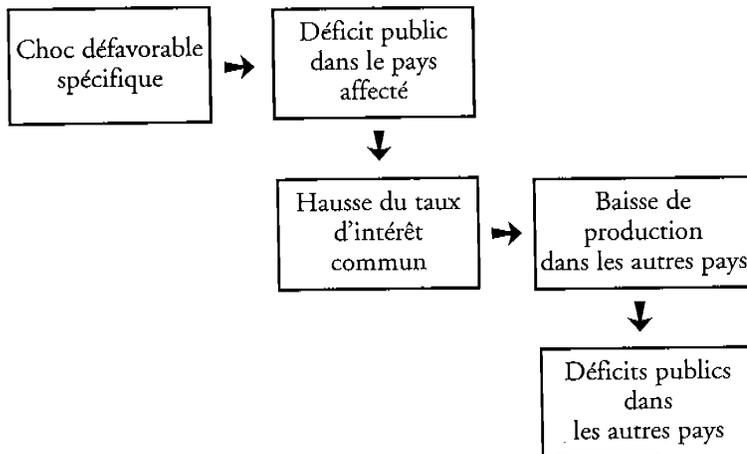


Graphique 12
Engagements financiers bruts des APU (en % du PIB/PNB)



Les autres pays subissent la hausse du taux d'intérêt commun, et doivent accroître leurs dépenses publiques; si ils ont, à la différence du pays où le choc a lieu, de l'aversion pour le déficit public, ils subissent une perte de production. Le mécanisme (externalité du déficit) peut être schématisé comme suit :

Schéma 1
Externalité des déficits publics, absence de discrimination



160

S'il y avait coordination des politiques budgétaires entre les pays les déficits publics seraient plus faibles dans tous les pays, pour limiter la hausse du taux d'intérêt; l'externalité qui transite vers les autres pays est réduite, mais la correction du choc sur la production du pays affecté par le choc est limitée.

On voit que la coordination ressemble au pacte de stabilité : le pays affecté par le choc n'augmente pas son déficit autant qu'il le ferait dans une situation où les politiques budgétaires ne sont pas coordonnées.

Ceci montre qu'un accord international du type du pacte de stabilité améliore le bien-être dans un cas très particulier : lorsque les déficits publics ont directement un effet sur le taux d'intérêt; lorsque les marchés financiers ne discriminent pas entre les émetteurs.

Nous avons vu plus haut qu'en cas de discrimination le problème ne se posait pas puisque les pays n'étaient pas affectés par les politiques budgétaires menées chez les autres. Nous allons maintenant examiner la pertinence de l'hypothèse de lien direct entre le taux d'intérêt et le déficit.

*TAUX D'INTÉRÊT DIRIGÉ PAR LA POLITIQUE MONÉTAIRE :
LE COMPORTEMENT SPONTANÉ ET NON COORDONNÉ
DES GOUVERNEMENTS EST OPTIMAL SI LA BANQUE
CENTRALE VISE AUSSI L'OBJECTIF SOCIAL*

L'hypothèse précédente de lien entre le taux d'intérêt et le déficit public est extrêmement discutable, pour plusieurs raisons :

– la politique monétaire de l'union réagit aux chocs et aux politiques budgétaires; si un choc très négatif de demande affecte une partie (significative) de l'union, les taux directeurs baisseront même si les politiques budgétaires deviennent plus expansionnistes. Ce n'est que si des déficits publics sans fondement apparaissent que la politique monétaire peut devenir plus restrictive;

– si un pays subit une récession, même si son déficit public s'accroît, son investissement privé chute, il passe probablement dans une situation d'excédent d'épargne, et ses taux d'intérêt de marché baissent.

Nous allons dans cette partie, abandonner l'idée d'un lien mécanique entre déficits publics et taux d'intérêt, et supposer que la Banque centrale européenne (BCE) choisit le taux d'intérêt commun en fonction de l'activité et des déficits. Si l'activité chute fortement, le taux d'intérêt baisse, ce qui correspond bien à la façon dont nous voyons le lien entre taux d'intérêt et économie réelle. Nous supposons donc que la BCE a comme objectif le véritable objectif social (mélange de plein emploi et d'absence de déficit public) de l'ensemble des pays de l'Union. Il y a donc indépendance d'instrument (la Banque centrale choisit indépendamment le taux d'intérêt de l'union) mais pas indépendance d'objectif (la BCE a le véritable objectif de la politique économique en Europe).

161

Dans ce contexte, le besoin pour le pacte de stabilité peut venir de l'absence de coordination des politiques économiques en Europe. Les différents gouvernements et la BCE choisissent d'une part les politiques budgétaires, d'autre part la politique monétaire indépendamment sans coopération, chacun avec son objectif propre.

On peut cependant voir que cette situation n'est pas dommageable : quand la BCE a bien comme objectif le véritable objectif social européen, la politique non coordonnée conduit au même équilibre économique que la politique coordonnée (entre l'ensemble des gouvernements et la BCE), qui n'est pas définition optimale.

D'où ceci vient-il? Pour qu'il y ait nécessité de réglementer les déficits publics, il faut qu'un déficit excessif dans un pays dégrade le bien-être des autres pays. Ceci était le cas dans la section précédente lors-

qu'on supposait que le taux d'intérêt commun réagissait mécaniquement aux déficits publics. Ici, une hausse du déficit public dans un pays n'a aussi d'effet sur les autres pays qu'au travers de son effet induit sur le taux d'intérêt, mais ce dernier est fixé optimalement par la Banque centrale : chaque pays optimise son bien-être par le choix de sa politique fiscale, pour une politique monétaire donnée qui se trouve être celle qui maximise le bien-être joint des différents pays : on obtient donc la combinaison optimale de l'ensemble des politiques économiques, et il n'y a aucun besoin d'une réglementation supplémentaire comme le pacte de stabilité.

Reprenons le cas où un pays subit un choc de demande défavorable, et en plus ne pénalise pas les déficits publics. Il va donc mettre en place une politique budgétaire expansionniste pour stabiliser sa production. Celle-ci étant ramenée au niveau souhaité, la BCE qui a en charge, rappelons-le, par l'hypothèse faite ici, le bien-être commun n'a pas à intervenir : le taux d'intérêt de l'Union monétaire ne varie pas, et les autres pays ne sont pas affectés par le choc. Ils n'ont donc aucune raison de mettre en place un accord du type de pacte de stabilité.

*LE CAS D'UN COMPORTEMENT SPÉCIFIQUE
DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE :
LE CONTRÔLE DES PRIX*

162

Dans ce qui précède, nous avons supposé, et c'était très important pour les résultats, que la BCE avait comme objectif le véritable objectif commun des gouvernements européens (l'objectif social commun, plein emploi, faibles déficits là où ils sont pénalisés...). Cette situation initiale est peut-être peu réaliste. Pour diverses raisons (simplicité, notion de partage des tâches entre la Banque centrale et le gouvernement, contrôlabilité de l'objectif...), les banques centrales indépendantes se dotent d'un objectif spécifique, en général la stabilité ou la faible croissance des prix ; il y a donc indépendance non seulement de l'instrument mais aussi de l'objectif. Supposons, que dans ce contexte, il y a toujours absence de coopération entre les gouvernements et la Banque centrale, et aussi que le niveau de production qui assure la stabilité des prix est inférieur à la production de plein emploi. Les gouvernements vont réaliser une expansion fiscale inutile pour essayer de compenser le fait que la politique monétaire est restrictive pour stabiliser les prix. Si ils prennent en compte la politique de la Banque centrale, ils se rendent compte de la stérilité de cet effort, et n'essaient pas d'obtenir une production supérieure à celle qui est compatible avec l'objectif d'inflation de la BCE. Dans ce cas, si la coopération (intégrant la prise en compte de

l'objectif de la Banque centrale) est impossible, le pacte de stabilité est efficace, puisqu'il interdit aux gouvernements de pratiquer des expansions budgétaires stériles.

Supposons maintenant qu'il n'y a pas de conflit de long terme entre la Banque centrale et les gouvernements (ce qui signifie que l'objectif de production de ces derniers est compatible avec l'objectif d'inflation de la BCE), mais revenons au cas d'un choc asymétrique de demande dans un pays sans grande aversion pour les déficits publics. La situation est alors similaire à celle obtenue lorsque la BCE avait l'objectif social : en l'absence de coordination des politiques, ce pays atteint par un recul de production, pratique une politique budgétaire expansionniste et, s'il ne pénalise pas les déficits, peut revenir au plein emploi. La politique budgétaire et le choc défavorable s'annulant, il n'y a aucune raison qu'il apparaisse des pressions inflationnistes, et la BCE ne réagit pas, ce qui implique que les autres pays ne sont pas affectés par le choc, et que la réaction budgétaire du pays touché n'a pas à être limitée. Comme dans le cas où la BCE a le même objectif que les gouvernements, le fait que la politique budgétaire ne fait que ramener la production à la normale implique qu'elle n'a aucune raison de modifier les taux d'intérêt.

Le pacte de stabilité empêcherait donc le pays touché par une récession de réagir ; de ce fait, son inflation baisserait, en dessous du niveau désiré, le taux d'intérêt de l'Union serait réduit, et les autres pays contraints de mener une politique budgétaire restrictive puisque la politique monétaire commune serait trop expansionniste. L'équilibre spontané (sans coopération organisée) est donc préférable.

163

DANS QUELS CAS FAUT-IL UN PACTE DE STABILITÉ?

Nous avons pu isoler trois cas où dans une union monétaire, un accord du type du pacte de stabilité rapproche de la situation optimale, améliore le bien-être par rapport à la situation où les politiques budgétaires sont choisies indépendamment par les gouvernements :

– le taux d'intérêt commun d'équilibre réagit directement à la hausse des déficits publics, quel que soit le niveau de production. Même si le pays qui réalise une expansion budgétaire essaie simplement de stabiliser son activité réelle, atteinte par un choc défavorable, il transmet de ce fait une hausse de taux d'intérêt aux autres pays de l'Union monétaire. Cette situation nous a semblé improbable. D'autre part, il est possible que les marchés financiers puissent discriminer entre les émetteurs, et que seul le taux d'intérêt spécifique du pays augmente ; ceci dépend essentiellement du degré de solidarité de fait entre les émetteurs en euros ; d'autre part,

le mode de formation ainsi supposé pour les taux d'intérêt est très peu crédible : si l'activité est déprimée, un déficit public ne devrait pas faire monter les taux, certainement pas les taux directeurs de la Banque centrale, qu'elle ait comme objectif l'activité ou l'inflation ;

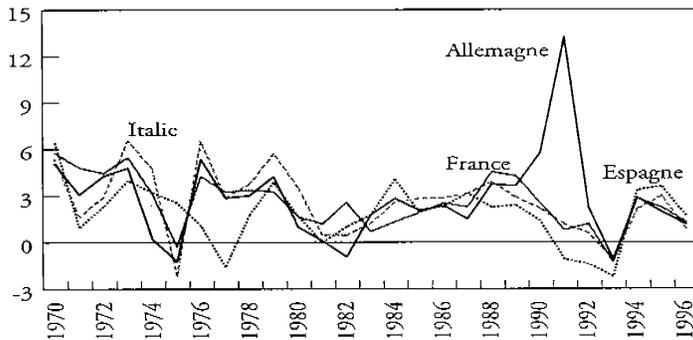
– certains pays pratiquent des déficits publics continus sans qu'il y ait faiblesse de leur activité réelle. Ceci pose la question de la discrimination entre une correction cyclique et le souhait de stimuler durablement la croissance. La politique budgétaire ne doit certainement pas être utilisée pour le second objectif, car la dette publique croîtrait continuellement, et il est naturel de prohiber une utilisation systématique, et non cyclique du déficit public. Le problème est évidemment qu'une borne supérieure au déficit (même avec un peu de souplesse comme dans le pacte de stabilité) ne discrimine pas entre les deux sources possibles (l'une raisonnable, l'autre condamnable) du déficit. De plus, le comportement des gouvernements européens durant les dernières années a montré qu'aucun d'entre eux n'avait l'intention d'avoir recours à un déficit chronique. La probabilité de la présence dans l'Union monétaire d'un déviant ayant un goût structural pour les déficits est faible ;

– le pacte de stabilité peut-être utile en cas de conflit entre la Banque centrale et les gouvernements. Nous avons envisagé le cas où l'objectif d'absence d'inflation de la BCE impliquerait un niveau d'activité plus bas que ce que les gouvernements peuvent accepter. Dans ce cas, des politiques budgétaires inutilement stimulantes, visant à s'opposer à la politique monétaire, pourraient être mises en œuvre et le pacte de stabilité serait efficace en les interdisant. Aujourd'hui, on ne craint plus l'inflation en Europe, et il est probable qu'avec le niveau de chômage, les gains de productivité et de ce fait les faibles hausses des coûts unitaires, les hausses de prix resteront très limitées, et que donc ce type de conflit entre BCE et gouvernements n'apparaîtra pas. Il reste que sa possibilité implique le danger potentiel de décentraliser à la Banque centrale un objectif qui soit différent de l'objectif social réel. Nous avons vu que s'il y a indépendance sur les instruments mais pas sur les objectifs, l'absence de coordination des politiques budgétaires n'a aucune conséquence défavorable.

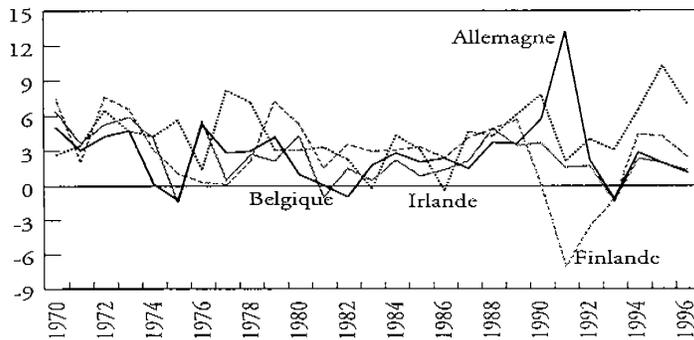
Enfin, la situation la plus probable est celle où le pacte de stabilité jouera dans le cas d'un choc conjoncturel spécifique à certains pays de l'Union. Les graphiques 13 et 14 présentent les taux de croissance de quelques pays européens et montrent bien qu'il y a des chocs asymétriques (spécifiques) : la réunification allemande, les récessions espagnoles (1977 puis 1991-1993), la crise des pays scandinaves (1990-1992) ; la croissance irlandaise est continuellement atypique. Si un choc défavorable survient dans un petit pays et si, comme nous l'avons évoqué plus haut, ce pays n'a pas eu la sagesse de ramener son déficit public à un niveau qui laisse une marge

de manœuvre forte par rapport au seuil de 3 % du PIB, il sera dans une situation inextricable : pas de réaction possible de la politique monétaire ou de change, presque pas d'action budgétaire disponible...

Graphique 13
Croissance du PNB/PIB (en %)



Graphique 14
Croissance du PNB/PIB (en %)



Nous avons vu qu'en théorie, et si les taux d'intérêt se forment d'une manière raisonnable, il est inutile dans le cas d'un choc asymétrique (transitoire) de limiter le déficit du pays affecté, car il ne se transmet pas, sous forme de hausse de taux d'intérêt, aux pays voisins. Au contraire, empêcher l'expansion budgétaire souhaitable peut entraîner soit une politique monétaire globale inutilement expansionniste, si le pays affecté par le choc est assez grand; soit une situation intenable, s'il s'agit d'un petit pays.