

Les déficits publics en Europe

Causes, conséquences ou remèdes à la crise ?

Jérôme Creel*
Henri Sterdyniak**

La thèse selon laquelle la hausse des déficits et des dettes publics serait la cause essentielle du niveau élevé des taux d'intérêt réels n'a pas de sens dans la situation de demande insuffisante qu'a connue l'Europe depuis 1981. Cette hausse est apparue nécessaire pour soutenir l'activité et l'accumulation du capital, dans une situation où, du fait de la libéralisation financière, de la non-coordination des politiques monétaires, de l'indépendance des Banques centrales et des contraintes du SME, les États avaient perdu la maîtrise des taux d'intérêt. Retrouver cette maîtrise est l'enjeu crucial pour diminuer les taux d'intérêt réels, relancer la croissance, et donc réduire les dettes publiques.

Classification JEL : E6, H3, H6

Depuis 1975, les déficits publics en Europe se sont pratiquement toujours situés au-dessus de 3 % du PIB européen, dépassant même les 6 % durant les années 1992-1994. Aussi, la dette publique nette de la CE devrait-elle atteindre 60% du PIB en 1995 contre 20,4 % en 1974. Le creusement des déficits publics s'est paradoxalement accentué après la signature du traité de Maastricht où les pays européens s'étaient donné comme objectif de limiter leur dette publique brute et leur déficit public à 60 et 3 % de leur PIB. Aussi, cette évolution donne-t-elle l'impression d'une dérive incontrôlée et non soutenable des finances publiques. Toutefois, un niveau excessif des déficits et dettes publics aurait dû se traduire par des déséquilibres importants sur le marché des biens. Ceux-ci n'ont guère été observés : au contraire, les années de forts déficits publics sont des périodes de désinflation, de fort chômage, de marges importantes de capacités de production inemployées, de quasi-équilibre extérieur. Le seul indice de déséquilibre est le niveau des taux d'intérêt, qui sont passés d'environ 2,5 points en dessous du taux de croissance de l'économie avant 1980 à 3 points au-dessus depuis. En 1993, le taux d'intérêt réel était de l'ordre de 5 %, alors que le taux de croissance était négatif. Cet écart entre taux d'intérêt et taux de croissance fait peser une lourde charge sur la politique budgétaire : un important excédent primaire devient nécessaire pour stabiliser la dette publique.

Aussi, en plus du problème lancinant du chômage, une question fondamentale de la politique économique en Europe est-elle de sortir de cet engrenage de

* CREFED, B611, Université Paris-Dauphine, place du Maréchal-de-Lattre-de-Tassigny, 75775 Paris cedex 16.

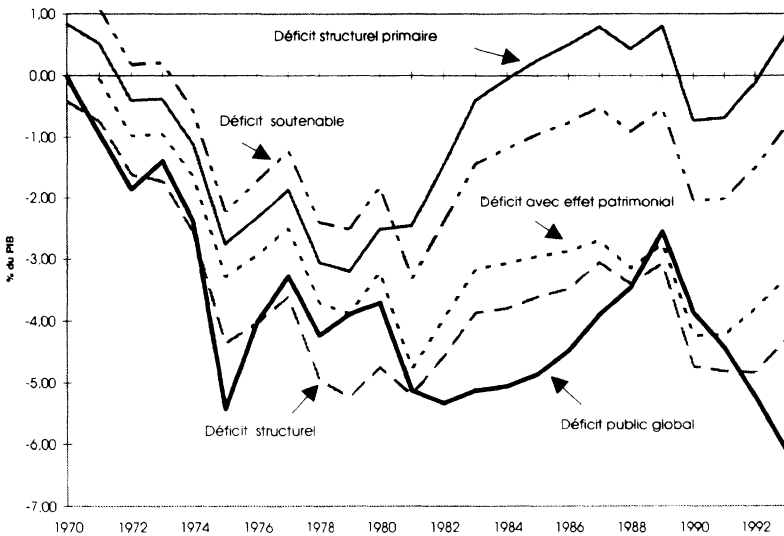
** OFCE, 69, quai d'Orsay, 75340 Paris cedex 07.

déficits publics importants et de taux d'intérêt élevés. Mais cela requiert de bien analyser ses facteurs explicatifs. Deux thèses s'opposent : selon la première, ce sont les déficits publics eux-mêmes qui sont responsables du niveau des taux d'intérêt, de sorte que leur réduction devrait faire baisser les taux d'intérêt, sans coût pour le niveau d'activité, et devrait permettre à moyen terme d'impulser l'accumulation du capital, donc la croissance ; selon la seconde, les déficits publics sont nécessaires pour soutenir l'activité, en situation de taux d'intérêt réels élevés imposés par la désinflation et la dérégulation financière.

L'ÉVOLUTION DES DETTES ET DES DÉFICITS PUBLICS EN EUROPE

La méthodologie de l'évaluation de l'orientation de la politique budgétaire a donné lieu à une abondante littérature (cf. Blejer et Cheasty [1991]). Nous examinerons ici cinq indicateurs (graphique 1). Le *solde public global* des pays de la CE, proche de l'équilibre de 1960 à 1973, s'est creusé lors de la chute de l'activité de 1973-1974 pour se stabiliser d'abord à 3,5 % du PIB entre 1976 et 1980 ; puis, après le ralentissement des années 1980 à 1982, à 5 % du PIB jusqu'en 1984. Le déficit public s'est ensuite réduit jusqu'à 2,5 % du PIB en 1989, grâce à des politiques budgétaires restrictives, puis à la reprise de la croissance. Enfin, le ralentissement économique l'a porté à 6,2 % de PIB en 1993.

Graphique 1. Cinq indicateurs de l'orientation de la politique budgétaire en Europe



En purgeant cet indicateur de l'impact des fluctuations de l'activité sur les recettes fiscales et sur les prestations chômage, l'OCDE obtient ce qu'elle nomme le *déficit structurel*¹. Selon cet indicateur, la politique budgétaire a for-

1. Ce terme est trompeur car ce déficit inclut des mesures budgétaires de stabilisation délibérée, qui n'ont rien de structurelles, tant qu'elles sont effectivement réversibles et temporaires (mais elles sont difficiles à isoler).

tement soutenu la croissance entre 1973 et 1980, fut légèrement restrictive de 1982 à 1988, puis fortement expansionniste en 1990 (en raison de la réunification allemande et, à un degré moindre, de la politique budgétaire du Royaume-Uni) ; le déficit structurel reste à un niveau élevé en 1993.

L'évolution du déficit structurel s'explique en grande partie par celle des intérêts versés, dont le poids est passé de 1,2 % du PIB en 1970 à 2,2 en 1980, 4 en 1986, puis 5 en 1993. Cet alourdissement s'explique par l'augmentation du poids de la dette, mais aussi par la hausse de 1971 à 1981, puis la stabilisation du taux d'intérêt apparent payé sur la dette publique : au début des années soixante-dix, celui-ci était inférieur d'environ 2 points au taux d'intérêt de long terme en raison de l'accès des gouvernements à des sources de financement à bas taux mais, depuis le début des années quatre-vingt, il s'en est rapproché nettement ; en raison de l'inertie des charges d'intérêt, il n'a guère encore enregistré la baisse des taux d'intérêt nominaux. Une hausse des charges de la dette publique due à une hausse des taux d'intérêt ne devrait pas être considérée comme un signe de politique budgétaire expansionniste. Aussi, l'impulsion budgétaire délibérée est-elle mieux évaluée par le *déficit structurel primaire* (hors charge de la dette), DSP. Celui-ci n'a été fortement déficitaire qu'entre 1975 et 1982. Selon cet indicateur, la politique budgétaire a été fortement restrictive de 1977 à 1987, de sorte que l'équilibre serait restauré en 1993.

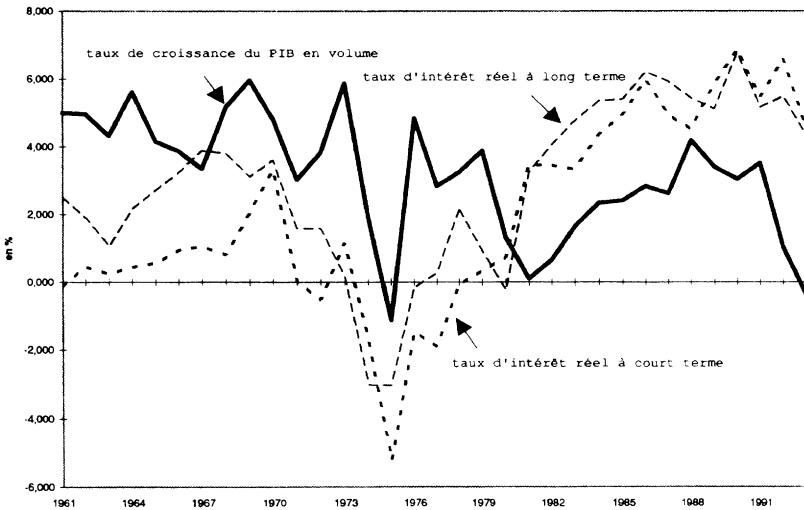
Mais supposons que les agents privés aient un comportement patrimonial, qu'ils souhaitent détenir un certain montant de dette publique, leurs dépenses dépendront du *déficit structurel avec effet patrimonial* : $DSP + (h + r - \pi - g) B$, où r est le taux d'intérêt nominal, π le taux d'inflation, g le taux de croissance de l'économie (ces trois grandeurs étant prises à des valeurs de moyen terme), B le rapport entre la dette publique et le PIB et h l'impact de la richesse des agents sur leurs dépenses. La dette publique nette est passée de 22,8 % du PIB européen en 1970 à 54,9 % en 1993. Les taux d'intérêt réels de long terme sont passés d'environ 2,5 points en dessous du taux de croissance avant 1980 à 3 points au-dessus depuis (graphique 2). Aussi, le déficit structurel avec effet patrimonial¹ se creuse-t-il de 1972 à 1980, puis demeure stable par la suite, le gonflement de la dette compensant le rétablissement du solde primaire structurel.

Enfin, la condition de stabilité tendancielle de la dette publique relativement au PIB est que $DSP + (r - \pi - g) B$ (le *déficit soutenable*) soit nul. Cette condition a pratiquement été vérifiée entre 1986 et 1988 ; l'Europe en est très proche en 1993. Dans les années 1977-1979, un déficit primaire de l'ordre de 1,2 point permettait de stabiliser la dette publique. Actuellement, c'est un excédent primaire d'environ 1,2 point qui est nécessaire.

De 1975 à 1979, les politiques monétaire et budgétaire ont été expansionnistes en Europe. Depuis le début des années quatre-vingt, la politique monétaire est nettement restrictive. Si on considère le solde structurel ou le solde patrimonial, la politique budgétaire est expansionniste. Par contre, si on considère le solde structurel primaire, elle apparaît neutre, la croissance de la dette s'expliquant par l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance, donc par la politique monétaire, et par l'héritage des déficits passés.

1. Calculé avec $h = 0,05$ et un taux d'intérêt inférieur de 2,5 points au taux de croissance avant 1980 ; supérieur de 3 points après.

Graphique 2. Taux d'intérêt et taux de croissance du PIB en Europe



LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE

Cette évolution a remis la question de la soutenabilité de la politique budgétaire au centre des préoccupations des économistes et des gouvernements. En pourcentage du PIB, la dette publique évolue selon :

$$B_{t+1} = B_t(1 + r - \pi - g) + DP_t \quad (1)$$

où DP est le déficit primaire. La quasi-totalité de la littérature sur la soutenabilité est basée sur la seule étude de l'équation comptable (1) résolue par récurrence, soit pour montrer qu'une situation de déficit primaire et de taux d'intérêt supérieur au taux de croissance n'est pas indéfiniment soutenable¹, soit pour évaluer si, au vu de leurs évolutions passées, la dette ou le déficit publics sont stationnaires². Cette littérature souffre de plusieurs défauts.

D'une part, il est absurde de vouloir analyser la soutenabilité à long terme d'une politique budgétaire donnée qui répond à des considérations conjoncturelles et n'a pas vocation à être maintenue indéfiniment. Il est normal que le ratio de dette publique augmente conjoncturellement dans un pays qui connaît un ralentissement de sa croissance ou qui subit temporairement un taux d'intérêt excessif (sans pouvoir influencer ce taux imposé, par exemple, par l'extérieur) : ce n'est un symptôme ni de déficit excessif, ni de non-soutenabilité de la dette publique. Aussi n'est-il pas avisé de juger de la soutenabilité des finances publiques en considérant l'évolution de la dette publique sur une période trop courte (même de cinq ou dix ans).

1. Cf. Sargent et Wallace [1981], Masson [1985] et Spaventa [1987].

2. Cf. Hamilton et Flavin [1986], Trehan et Walsh [1988], Wilcox [1989], Jondeau [1992].

D'autre part, l'évolution de la dette publique n'est pas analysée dans un cadre macroéconomique général, qui devrait prendre en compte le niveau de la demande comparée à l'offre ainsi que l'ensemble des choix envisageables en matière de politique économique. Considérons la problématique de la politique économique de court terme en économie fermée. En situation de demande insuffisante, la politique optimale consiste à faire baisser le taux d'intérêt, ce qui a l'avantage de ne pas augmenter la dette publique et de favoriser l'accumulation du capital. Elle peut se révéler insuffisante, en particulier parce qu'il y a un plancher à la baisse des taux d'intérêt nominaux (donc réels si on se refuse à recourir à l'inflation). Le gouvernement doit alors accepter un certain déficit budgétaire, que nous nommerons *déficit de régulation*. Au contraire, nous dirons que le *déficit est autonome*, quand, la demande étant à un niveau satisfaisant, le gouvernement augmente ses dépenses ou diminue les impôts, pour des motifs autres que de régulation macroéconomique. Il en résulte un excès de demande qui oblige soit à pratiquer une hausse des taux d'intérêt particulièrement nuisible, qui freine effectivement la demande mais par baisse de l'investissement et donc au détriment des possibilités de croissance, soit à accepter une hausse du taux d'inflation (mais celle-ci ne réduit guère la demande si elle n'est pas accompagnée d'une hausse des taux d'intérêt réels, car, dans les économies modernes, la plupart des actifs financiers sont rémunérés à des taux de marché). La distinction entre les deux types de déficit n'est pas toujours aisée à faire concrètement, mais elle est utile à des fins normatives¹. Le point essentiel est qu'elle ne peut être faite en fonction de critères mécaniques, tel que l'importance du déficit ou l'évolution de la dette. Le seul critère est qu'un déficit public est excessif lorsqu'il entraîne un excès de demande, c'est-à-dire quand il oblige à pratiquer de forts taux d'intérêt ou lorsqu'il provoque un niveau d'inflation supérieur au niveau souhaité. De même, une dette publique ne peut être jugée excessive que lorsqu'elle entraîne (par effet de richesse) un excès de demande. Le fait est que la plupart des pays de la CE qui ont actuellement un fort niveau de dette publique ont en même temps un fort taux d'épargne des ménages, ce qui explique qu'ils ont dû et pu accumuler cette dette : un déficit public important était compatible avec un niveau satisfaisant de demande et n'entraînait pas de déficit extérieur intolérable. Par exemple, la Belgique a vu sa dette publique nette passer de 95 à 133 points de PIB de 1983 à 1993 ; durant la même période elle a accumulé un excédent courant de 22 points de PIB.

Enfin, la soutenabilité n'a rien à voir avec l'optimalité. Imaginons que les ménages épargnent trop peu, de sorte que l'équilibre se réalise avec un équilibre budgétaire mais un taux d'intérêt réel trop fort. La situation des finances publiques est certes soutenable, mais le pays se porterait mieux avec un excédent budgétaire et un taux d'intérêt plus bas.

1. Aussi, est-il peu avisé de chercher à estimer sous forme réduite un impact positif du déficit ou de la dette publics sur le taux d'intérêt, et guère étonnant que les résultats soient si peu concluants. À la suite d'une chute de la demande privée, la politique économique peut provoquer une baisse des taux d'intérêt et une hausse du déficit public. Un pays peut réagir à une hausse du taux d'intérêt imposé par l'extérieur par une hausse de son déficit public. Enfin, un déficit autonome peut s'accompagner d'une hausse du taux d'intérêt réel ou de l'inflation. La relation entre taux d'intérêt réel et déficit public dépend donc des circonstances.

Il n'en demeure pas moins un paradoxe dans l'évolution récente des déficits publics en Europe. Le problème de la soutenabilité des finances publiques n'apparaît qu'en cas de politique monétaire restrictive et de politique budgétaire expansionniste. Comment expliquer cette coexistence ?

LE PARADIGME NÉO-CLASSIQUE

Le paradigme néo-classique fournit une explication des évolutions constatées. Sur des formes différentes, il inspire les analyses de l'OCDE, de la CE, de certains rapports du Plan (voir Artus [1991]). Phelps [1994] en fournit une formalisation détaillée. Les salaires réels sont rigides (en raison de règles d'indexation, des exigences salariales des travailleurs en place ou de mécanisme de salaire d'efficience). L'offre de biens est une fonction décroissante du salaire réel et du taux d'intérêt réel, qui limite l'accumulation du capital. La demande dépend positivement du déficit et de la dette publique et négativement du taux d'intérêt réel. L'hypothèse centrale est que le taux d'intérêt réel égalise l'offre et la demande de biens. Aussi, son niveau élevé correspond à un excès de demande (autrement dit : une insuffisance d'épargne). Une hausse de demande provoque une hausse du taux d'intérêt réel et une baisse de la production. Les déficits publics (ou la baisse de l'épargne privée) sont responsables du fort niveau des taux d'intérêt, lui-même responsable de la baisse de la production. Pour sortir de la crise, il faut réduire les déficits publics (ou augmenter l'épargne privée). Ceci peut être pénible (en obligeant à réduire la consommation ou les dépenses publiques), mais a des effets macroéconomiques favorables : le taux d'intérêt baisse, l'investissement prend automatiquement le relais des dépenses publiques ou de la consommation et la production augmente à terme.

Ce schéma présente, selon nous, trois défauts dirimants. Il n'explique pas pourquoi la totalité des pays d'Europe ont en même temps accru leur déficit public, donc se sont engagés dans des politiques absurdes du point de vue macroéconomique. Ensuite, il lui faudrait expliciter le mécanisme selon lequel le taux d'intérêt réel équilibre le marché des biens, sachant que la Banque centrale fixe le taux d'intérêt nominal de court terme et les marchés le taux de long terme. Ce mécanisme n'a de sens qu'en situation de pleine utilisation des capacités de production, qui n'est pas globalement celle de l'Europe depuis 1974. Enfin, et surtout, ce schéma ne correspond pas aux évolutions constatées : le taux d'intérêt réel devrait être élevé quand la demande est forte par rapport à l'offre donc dans les périodes de forte inflation et de forts taux d'utilisation des capacités de production. Sans évoquer la situation du marché du travail, force est de constater que l'Europe a vécu (sauf durant un court épisode en 1988-1989) avec un niveau important de marges de capacités inemployées. La forte hausse des taux d'intérêt réels en 1980-1981 ne correspond pas à une forte hausse de la demande et à une forte utilisation des capacités de production, au contraire. Comment expliquer que le taux d'intérêt réel était bas entre 1969 et 1972, années de fortes tensions sur les capacités de production, et élevé dans les années 1981-1985, années de basse utilisation de celles-ci ? Enfin, le fort ralentissement de la demande dans les années 1991 à 1993 ne s'est pas accompagné d'un essor de la production : les taux d'intérêt réels ont certes légèrement baissé, mais de façon insuffisante pour empêcher le ralentissement économique.

Aussi, les gouvernements ont-ils été contraints de soutenir l'activité par le déficit budgétaire. Ils se sont retrouvés keynésiens, en actes, si ce n'est en paroles : il y a une contradiction entre avoir accepté une forte hausse des déficits publics en 1991-1993 et s'être engagés à les réduire dans le traité de Maastricht ou (pour la France) dans une loi d'« Orientation quinquennale de redressement des finances publiques », puisqu'on reconnaît en fait qu'un fort déficit public peut être parfois nécessaire en même temps qu'on prend des engagements non circonstanciés sur son niveau futur, schizophrénie qui ne permet guère d'envoyer des signaux clairs aux marchés. Une proposition telle que « Les déficits publics sont responsables des forts niveaux des taux d'intérêt », qui équivaut à « Les taux d'intérêt équilibrent l'offre et la demande de biens », n'a de sens qu'en situation de plein-emploi des capacités de production. Ne rendant pas compte de l'évolution économique récente, elle n'a pas pu servir de guide à la politique économique.

LA SOUTENABILITÉ DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DANS LE PARADIGME KEYNÉSIEEN

En régime keynésien, le problème de la soutenabilité de la dette publique ne se pose pas. Une hausse des dépenses publiques provoque une hausse de la production jusqu'au niveau où elle induit une hausse des recettes fiscales qui annule le déficit public et stabilise la dette publique (Christ [1968]). Tant que l'économie reste dans ce régime, un déficit temporaire ne signifie pas que, plus tard, les taux d'imposition devront être augmentés. Dans une optique de moyen terme, la croissance du ratio Dette publique sur PIB se justifie dans deux cas de figure. Soit, elle correspond au désir du secteur privé d'accroître sa richesse financière nette, les ménages désirant être plus riches¹ et les entreprises ne désirant pas s'endetter davantage. Là encore, une politique préférable serait de baisser le taux d'intérêt pour réduire le montant désiré de dette publique. Soit, elle peut correspondre à une hausse exogène du taux d'intérêt, dans une situation où le gouvernement ne contrôle pas celui-ci. Dans les deux cas, la politique de stabilisation nécessaire comporte une hausse transitoire du déficit public ; puis, une fois que la dette correspond au niveau désiré par le secteur privé, une hausse des impôts du montant correspondant à l'augmentation du poids des charges d'intérêt (mesuré en terme réel corrigé du taux de croissance de l'économie).

Pour exhiber des situations d'insoutenabilité dans ce régime, il faut supposer de fortes contraintes sur la politique économique. Supposons qu'en régime keynésien, à taux d'intérêt fixe, le gouvernement augmente son déficit budgétaire pour maintenir le niveau d'activité. À terme, l'équilibre requiert un taux d'imposition plus élevé pour compenser la hausse des charges d'intérêt. Si le gouvernement est incapable de réduire le déficit primaire, l'économie devient instable si elle passe en régime de contrainte d'offre. Toutefois, les conditions de cette situation sont très particulières : le gouvernement ne peut ni baisser le taux d'intérêt aujourd'hui, ni réduire le déficit primaire demain. Le problème spécifique de soutenabilité de la dette publique ne se différencie donc pas de

1. En raison, par exemple, du vieillissement de la population.

celui de reconnaissance du régime où l'économie se situe. En régime keynésien, la hausse de la dette publique est un élément nécessaire de soutien de l'activité ; le problème est celui de la perte de contrôle de la politique monétaire. Dire que la politique budgétaire est insoutenable n'a de sens qu'en régime classique.

LES CONSÉQUENCES D'UNE HAUSSE DU TAUX D'INTÉRÊT

Quelles sont les conséquences d'une hausse exogène de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance ? La quasi-totalité de la littérature s'est polarisée sur son impact sur la dynamique de la dette publique. Mais cette hausse a aussi des conséquences importantes pour les agents privés. Supposons que les ménages ont un niveau désiré d'actifs financiers et les entreprises un niveau désiré d'endettement¹. Du fait de la hausse du taux d'intérêt relativement au taux de croissance, les ménages ont moins besoin d'épargner pour obtenir leur patrimoine désiré : leur taux d'épargne est plus bas. Les entreprises doivent réduire leurs investissements si elles ne veulent pas voir grossir le poids de leurs frais financiers et de leur dette : si le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance, le taux d'accumulation du capital peut être supérieur au taux de profit ; si le taux d'intérêt devient supérieur au taux de croissance, le taux d'accumulation du capital devient inférieur au taux de profit.

Partons d'une situation équilibrée où le taux de croissance du capital est égal au taux de croissance nécessaire pour maintenir le plein-emploi. On se limite ici aux situations où le gouvernement régule la demande de façon à l'amener au niveau de l'offre, celle-ci correspondant au plein-emploi si l'accumulation du capital a été suffisante dans le passé ou lui étant inférieure si les entreprises n'ont pas assez investi en raison de la contrainte de financement. Supposons d'abord que le gouvernement ne dispose que d'un instrument : les dépenses publiques. À la suite de la hausse du taux d'intérêt, les ménages augmentent leur consommation, les entreprises réduisent leur investissement. Pour stabiliser le niveau de production, le gouvernement doit augmenter les dépenses publiques (tableau 1). Son déficit augmente aussi en raison de la hausse des charges d'intérêt. Il peut stabiliser à court terme le niveau de production, mais l'équilibre est obtenu avec une consommation plus forte et un investissement plus faible que dans le sentier initial. À terme, ce bas niveau d'investissement entraîne un ralentissement de la croissance des capacités de production, donc de la production. Les dépenses publiques doivent diminuer pour réduire le niveau de la demande. Toutefois, la dette publique reste importante.

Pour stabiliser parfaitement l'économie, les autorités doivent disposer de deux instruments, l'un (les dépenses publiques, ou mieux les impôts sur les ménages) pour contrôler la demande ; l'autre (les taux d'intérêt, ou sinon les impôts sur les entreprises) pour contrôler l'offre. À la suite de la hausse des taux d'intérêt, l'État doit réduire les impôts portant sur les entreprises pour que celles-ci maintiennent leur investissement. Ainsi, doit-il prendre en charge la hausse des frais financiers portant sur les entreprises, ainsi que le supplément de

1. On s'inspire ici de la maquette présentée dans Creel et Sterdyniak [1995].

profit résultant du désir de celles-ci de se désendetter. Par contre, il doit réduire les dépenses publiques du montant d'intérêt supplémentaire reçu par les ménages. Cette politique permet le maintien du plein-emploi. En situation équilibrée, l'État doit avoir une dette supplémentaire, qui correspond à la baisse de l'endettement désiré des entreprises. Ainsi, l'activisme budgétaire doit compenser la perte de contrôle de la politique monétaire.

Tableau 1. *Impact d'une hausse de 2 points du taux d'intérêt*

Au bout de ...	Situation initiale	Politique de demande		Politique de demande et d'offre	
		1 an	10 ans	1 an	20 ans
Production	1 000	1 000	890	1 000	1 000
Consommation	700	714	642	714	714
Investissement	200	158	168	200	200
Dépenses publiques	100	128	80	86	86
Richesse des ménages	700	700	646	700	700
Dette des entreprises	500	469	348	469	367
Dette publique	200	231	298	231	333
Déficit public	8	40	12	40	13
Taux d'intérêt (en points)	6	8	8	8	8

DES ORIENTATIONS DIFFÉRENTES DES POLITIQUES MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE ?

Ayant écarté le schéma classique, on peut évoquer quatre explications à la coexistence d'un fort déficit public et d'un taux d'intérêt réel élevé.

L'indépendance de la Banque centrale

Une première explication réside dans l'indépendance de la Banque centrale, telle qu'elle est pratiquée en Allemagne et aux États-Unis¹. Supposons que les autorités monétaire et budgétaire aient des objectifs différents en termes d'arbitrage de court terme entre inflation et chômage. Chacune fait varier son instrument tant que le niveau de production diffère du niveau qu'elle souhaite. Le gouvernement augmente le déficit public si la demande lui semble insuffisante tandis que les autorités monétaires augmentent le taux d'intérêt si l'inflation leur semble excessive. Aussi, aboutit-on à une situation non optimale caractérisée par une utilisation excessive des instruments de politique économique : le taux d'intérêt augmente pour freiner l'activité et pour compenser la hausse du déficit public, qui elle-même vise à compenser la hausse du taux d'intérêt. Les

1. On s'inspire ici de Capoen, Sterdyniak et Villa [1994].

deux autorités auraient intérêt à négocier pour échanger une baisse des taux d'intérêt contre une baisse du déficit public ; mais aucune n'a intérêt à s'engager unilatéralement dans ce processus. De plus, l'affectation spécifique de la politique monétaire à la lutte contre l'inflation, implicitement obtenue quand la Banque centrale est indépendante, ne va pas de soi. Elle induit une hausse du taux d'intérêt, qui provoque une hausse des charges d'intérêt des entreprises, donc renforce l'inflation par les coûts et tend à augmenter la consommation et à réduire l'accumulation du capital, ce qui ne peut à terme qu'accentuer les tensions du marché des biens.

La non-coordination des politiques économiques en changes fixes et flexibles

Considérons un ensemble de pays en change flexible frappés d'un choc inflationniste identique. S'ils coordonnent leurs politiques économiques, ils utilisent la politique monétaire et la politique budgétaire de façon symétrique compte tenu de leur répugnance relative à augmenter le taux d'intérêt ou les impôts. Dans le cas de politiques non coordonnées, les autorités ont tendance à moins réagir par la politique budgétaire car elles sous-estiment son efficacité. Elles ne voient pas que, comme tous les pays réagissent de façon similaire, l'effet multiplicateur de la politique budgétaire est renforcé. Par contre, elles vont avoir tendance à plus utiliser l'arme monétaire dont elles surestiment l'impact sur l'inflation puisqu'elles croient qu'elle leur permet de surévaluer le taux de change. Aussi, l'absence de coordination des politiques économiques aboutit à une situation caractérisée par un niveau trop fort des taux d'intérêt et une politique budgétaire insuffisamment restrictive¹.

En change fixe, le taux d'intérêt de la zone, fixé par le pays dominant, ne correspond pas nécessairement aux besoins des pays dominés. Supposons que le pays dominant subisse un choc de demande privée et qu'il stabilise sa demande en augmentant son taux d'intérêt, donc celui de toute la zone. Si les pays dominés veulent maintenir le plein-emploi et la fixité des changes, ils doivent pratiquer une politique budgétaire expansionniste pour compenser l'effet de la hausse du taux d'intérêt. Le pays dominant peut utiliser sa politique monétaire ; les pays dominés doivent utiliser leur politique budgétaire. L'alternative pour les pays dominés serait de maintenir le plein-emploi par une dévaluation relativement au pays dominant. La hausse du taux d'intérêt serait alors réduite puisque le marché des biens du pays dominant s'équilibrerait, en partie, par un déficit commercial vis-à-vis des pays dominés. La fixité des changes explique donc les situations combinant un fort niveau des taux d'intérêt et un fort déficit public qu'ont connues la Belgique, les Pays-Bas et la France après la réunification allemande. Pour les pays dominés de l'UE, il y a *a priori* incompatibilité entre l'obtention d'un niveau satisfaisant de demande et les critères de Maastricht, à savoir des normes rigoureuses pour la dette et le déficit publics, la fixité des changes et un taux d'intérêt imposé de l'étranger. Aussi, faute d'une organisation satisfaisante de la politique économique en Europe ou faute d'un miracle (une forte

1. Ce résultat est encore accentué si la Banque centrale est indépendante et se soucie surtout de l'inflation (cf. Capoen, Sterdyniak et Villa [1994]).

baisse des taux d'intérêt allemands et une demande privée fortement dynamique), devront-ils choisir entre l'oubli des critères de finances publiques, la dévaluation ou le maintien d'une politique économique d'une rigueur injustifiable.

Une modification du fonctionnement de la sphère financière

La hausse structurelle du niveau des taux d'intérêt réels entre les années 1970 et les années 1980-1990 ne s'explique pas par les tensions sur le marché des biens. Sa cause doit être recherchée au niveau des marchés financiers. L'économie européenne connaissait une situation marquée par une inflation importante et un comportement monopolistique du système financier : celui-ci rémunérait peu les déposants et répercutait ce gain sur les emprunteurs. Ainsi, les taux d'intérêt nominaux étaient bas et les taux d'intérêt réels négatifs. Elle est passée depuis à un autre régime : l'utilisation de la politique monétaire pour lutter contre l'inflation (pratiquée d'abord aux États-Unis) s'est propagée en Europe avec la déréglementation financière et la libéralisation des marchés de capitaux. Ceux-ci ont brisé les monopoles bancaires ; la concurrence a fait disparaître les ressources à bon marché ; la concurrence entre pays a obligé chacun à s'aligner sur le taux d'intérêt réel le plus élevé offert. La désinflation a fait disparaître la prime de seigneuriage. L'évolution des taux d'intérêt est de plus en plus dictée par les marchés (pour les taux à moyen et long terme) ; de moins en moins contrôlée par les gouvernements. Comme en même temps, le ralentissement des gains de productivité en Europe s'est accentué, l'écart s'est creusé entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. Cette revanche des rentiers a obligé les gouvernements à recourir à l'activisme budgétaire.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- ARTUS P. [1991], *Épargner, investir et croître*, Rapport du groupe « Allocation internationale de l'épargne », Commissariat général du Plan, juin.
- BLEJER M.I. et CHEASTY A. [1991], « The Measurement of Fiscal Deficits : Analytical and Methodological Issues », *Journal of Economic Literature*, décembre.
- CAPOËN F., STERDYNIAK H. et VILLA P. [1994], « L'indépendance de la Banque centrale, politiques budgétaire et monétaire : une approche stratégique », *Observations et diagnostics économiques*, 50, 1994.
- CHRIST C.F. [1968], « A Simple Macroeconomic Model With a Government Budget Constraint », *Journal of Political Economy*, vol. 76.
- CREEL J. et STERDYNIAK H. [1995], « Les déficits publics en Europe : causes, conséquences ou remèdes à la crise », *Document de travail*, n° 95-01, OFCE.
- HAMILTON J.D. et FLAVIN M.A. [1986], « On the Limitations of Government Borrowing : a Framework for Empirical Testing », *American Economic Review*, 76 (4), septembre.
- JONDEAU E. [1992], « La soutenabilité de la politique budgétaire », *Économie et prévision*, 104.

- MASSON P.R. [1985], « The Sustainability of Fiscal Deficits », *IMF Staff Papers*, 32 (4), décembre.
- PHELPS E.S. [1994], *Structural Slumps : the Modern Equilibrium Theory of Unemployment, Interest and Assets*, Harvard University Press.
- SARGENT T.J. et WALLACE N. [1981], « Some Unpleasant Monetarist Arithmetic », *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis*, vol. 5, automne.
- SPAVENTA L. [1987], « The Growth of Public Debt : Sustainability, Fiscal Rules, and Monetary Rules », *IMF Staff Papers*, 34 (2), juin.
- TREHAN B. et WALSH C.E. [1988], « Common Trends, the Government Budget Constraint, and Revenue Smoothing », *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12.
- WILCOX D.W. [1989], « The Sustainability of Government Deficits : Implications of the Present-Value Borrowing Constraint », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 21 (3), août.