

Nouveaux défis pour la dette publique dans les pays avancés

Synthèse du colloque Strasbourg, 16 et 17 septembre 2010

Carine BOUTHEVILLAIN, Gilles DUFRENOT, Philippe FROUTÉ, Laurent PAUL

Direction de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques

Service d'Étude des politiques de finances publiques

La Direction générale des Études et des Relations internationales de la Banque de France et le laboratoire d'économie BETA de l'université de Strasbourg ont organisé conjointement, les 16 et 17 septembre 2010, une conférence sur les nouveaux défis posés par la dette publique dans les pays industrialisés. Cette conférence a rassemblé un public varié composé d'économistes issus du monde académique français et étranger, de banques centrales du SEBC ou d'ailleurs et d'institutions européennes et internationales. L'intérêt du sujet, dans le contexte de la crise et des déséquilibres budgétaires que connaissent actuellement les pays avancés, est indéniable.

Cette conférence a mis en exergue trois sujets fortement débattus dans les instances internationales sur la consolidation budgétaire : à quel horizon, à quel rythme et selon quelle ampleur faut-il sortir des déséquilibres budgétaires actuels, afin de rétablir la confiance des marchés financiers et stimuler l'activité économique de moyen terme ? Ces questions, à l'intersection des préoccupations des décideurs politiques et des chercheurs, ont constitué la trame de la conférence.

La question des risques liés à une dette publique excessive est unanimement reconnue comme étant préoccupante. Toutefois, infléchir la dynamique de la dette n'est pas sans effet sur l'activité économique et différentes voies sont possibles pour y parvenir. Les débats de cette conférence ont permis d'apprécier les conséquences qui découlent de ces choix. En effet, s'il apparaît assez clairement qu'un endettement public excessif peut obérer la croissance à moyen terme, plusieurs présentations ont montré que les liens entre l'endettement public et l'activité économique sont complexes.

Une partie des travaux présentés lors de la conférence a porté sur l'influence des modalités de consolidation sur l'activité économique. En particulier, l'influence de l'endettement public sur le comportement des marchés d'actifs financiers et immobiliers ainsi que les liens entre dette publique et risque souverain ont été discutés. Enfin, le rôle des institutions de gouvernance de la dette a été abordé. Les initiatives prises pour encourager les pays, à l'instar de l'Allemagne, à mettre en œuvre des règles budgétaires au niveau national ont été rappelées. De fait, les débats ont montré que la mise en œuvre d'une réponse politique et institutionnelle urgente face aux défis posés par les déséquilibres budgétaires est indispensable.

Toutes ces questions sont au cœur des préoccupations d'une Banque centrale qui ne peut ignorer la sphère budgétaire tant son influence sur le niveau et la stabilité des prix est importante.

Mots-clés : Dette publique, gouvernance, marchés financiers,
politique budgétaire

Codes JEL : E62, E63, H6, H12

NB : Les auteurs de cette synthèse font (ou faisaient) partie du service d'Étude des politiques de finances publiques de la Banque de France. Les omissions ou erreurs qui pourraient subsister sont de leur responsabilité et n'engagent pas les auteurs des articles cités ni la Banque de France.

La Direction générale des Études et des Relations internationales de la Banque de France, par l'intermédiaire de son service d'Étude des politiques de finances publiques, et le laboratoire d'économie BETA de l'université de Strasbourg, dirigé par Claude Diebolt, ont organisé conjointement, les 16 et 17 septembre dernier, une conférence sur les nouveaux défis posés par la dette publique dans les pays industrialisés. Cette conférence a rassemblé un public varié composé d'économistes issus du monde académique français et étranger, de banques centrales du SEBC ou d'ailleurs et d'institutions européennes et internationales. L'intérêt du sujet dans le contexte de la crise et des déséquilibres budgétaires que connaissent actuellement les pays avancés est indéniable. La richesse des débats et la pluralité des points de vue exposés au cours de la conférence ont permis de mettre en évidence les principales problématiques auxquelles sont confrontés, au plan macroéconomique, les pays développés face à l'explosion des dettes publiques¹.

Cette conférence a été ouverte par Jean-Alain Héraud, doyen de la faculté de Sciences économiques et de Gestion de l'université de Strasbourg, qui s'est félicité avec Pierre Jaillet, directeur général des Études et des Relations internationales, de la réussite de cette première collaboration entre la Banque de France et l'université de Strasbourg. Cette association s'intègre pleinement dans la volonté de la Banque de développer des liens étroits entre la recherche menée dans le monde académique et la recherche institutionnelle. Pierre Jaillet a ensuite présenté les enjeux de la dette publique du point de vue d'une banque centrale. Il a ainsi mis en exergue trois sujets

fortement débattus dans les instances internationales sur la consolidation budgétaire : à quel horizon, à quel rythme et selon quelle ampleur faut-il sortir des déséquilibres budgétaires actuels, afin de rétablir la confiance des marchés financiers et stimuler l'activité économique de moyen terme ? Ces questions, à l'intersection des préoccupations des décideurs politiques et des chercheurs, ont ainsi été présentes tout au long de la conférence, notamment lors des allocutions introductives de Michel Camdessus, ancien directeur général du Fonds monétaire international et gouverneur honoraire de la Banque de France, et Jean-Paul Pollin, professeur à l'université d'Orléans.

Jean-Paul Pollin a présenté les principales difficultés posées par le contexte de crise pour résoudre conjointement le défi de la nécessaire réduction des déficits publics et de la restauration d'une croissance économique dynamique. La difficulté principale pour surmonter ce dilemme est double : d'une part, elle concerne l'évaluation précise de l'influence exercée par la crise sur la croissance potentielle et d'autre part, la mesure de l'effet qu'exerce la politique budgétaire sur l'activité économique à travers, par exemple, l'estimation des multiplicateurs budgétaires. Ces évaluations conditionnent en effet la réponse apportée à l'arbitrage entre une sortie trop rapide des mesures de relance, qui pourrait déprimer la croissance, et une sortie trop tardive, qui serait préjudiciable à la soutenabilité des finances publiques. Jean-Paul Pollin a également rappelé que ces débats ne devaient pas occulter les réformes structurelles à effectuer pour résorber, à moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques antérieurs à la crise. Il a enfin évoqué la question de la mise en place d'un



De gauche à droite : Jean-Paul Pollin, Pierre Jaillet et Michel Camdessus

¹ Une large sélection d'articles présentés lors de cette conférence sera publiée dans un numéro spécial de la Revue économique, à paraître fin 2011.

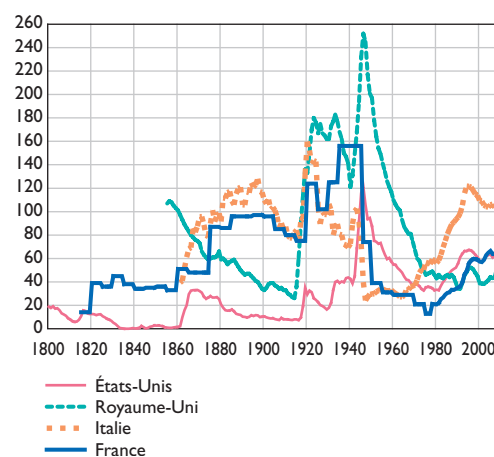
nouveau cadre institutionnel pour réguler les finances publiques et coordonner les politiques économiques, cette dernière question faisant l'objet de l'intervention de Michel Camdessus.

L'intervention de Michel Camdessus s'est concentrée sur la présentation des motivations et des conclusions du groupe de travail sur la règle constitutionnelle d'équilibre des finances publiques en France, dont il a assuré la présidence, et qui a remis son rapport au président de la République le 21 juin 2010. Dans un premier temps, Michel Camdessus a mis en évidence les lacunes du système institutionnel français, qui, dans le passé, ont permis, malgré des règles parfois contraignantes sur les dépenses de l'État, de ne pas respecter les engagements pris par les décideurs au niveau européen. Alors que la crise a accru le besoin de crédibilité des autorités budgétaires nationales, il apparaît que le meilleur moyen d'y parvenir est, à l'instar de l'exemple allemand, d'inscrire dans la Constitution une loi-cadre de retour à l'équilibre des comptes publics. La trajectoire et la correction des erreurs intermédiaires devront être contraintes dans les lois de finance annuelles et les programmes pluriannuels qui contiennent nos engagements européens pour l'ensemble des administrations publiques. Ce système a pour objectif de renforcer la crédibilité de ces engagements en les soumettant à l'approbation annuelle du Parlement.

La question des risques liés à une dette publique excessive n'est pas neuve. Antoine Parent², professeur à l'université de Nancy II, a apporté un éclairage historique fondé sur un commentaire critique de l'ouvrage de Reinhart et Rogoff, « *This time is different: Eight Centuries of Financial Folly* ». Il montre que les questions traitées aujourd'hui, en particulier lors de cette conférence, diffèrent peu de celles qui se sont posées à la fin du XIX^e siècle. Par exemple, suite à la crise de la banque britannique Barings en 1890, le Crédit Lyonnais avait déjà développé sa propre évaluation des risques d'insolvabilité souveraine ou mené des études destinées à mettre en évidence des seuils d'alerte au-delà desquels les situations budgétaires nationales étaient considérées comme critiques. Toutefois, le contexte de chaque époque influence largement les réponses apportées à la crise.

Graphique 1 Ratio dette publique sur PIB 1800-2009

(en pourcentage)



Source : Banque de France

Ainsi, si les questions posées ne sont pas neuves, comme l'a rappelé Olivier De Bandt, directeur de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques à la Banque de France, leur acuité est ravivée par les niveaux de dette publique atteints actuellement dans la plupart des pays développés. En effet, l'accumulation des déséquilibres budgétaires de ces trente dernières années a conduit les ratios de dette publique à des niveaux jamais atteints auparavant en temps de paix (cf. graphique 1). Ce phénomène a été exacerbé par la crise sous l'effet conjoint des stabilisateurs automatiques, des plans de relance budgétaire et des mesures de soutien au secteur bancaire.

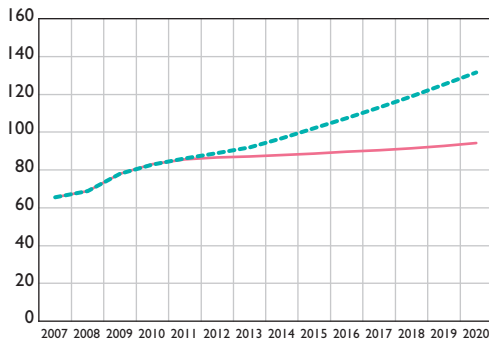
Toutefois, Olivier De Bandt précise que, plus encore que les niveaux atteints, c'est la dynamique de la dette qui est préoccupante. En effet, dans la plupart des pays développés l'accumulation de dette est autoentretenu (effet « boule de neige »). Des simulations récentes effectuées par la Commission européenne montrent que, dans l'hypothèse d'une absence de mesures correctrices de la part des gouvernements, la dette de la zone euro comme celle de l'Union à 27 pourrait s'élever jusqu'à 140 % du PIB à l'horizon 2020 contre environ 80 % du PIB aujourd'hui. Seule une application stricte des programmes de stabilité et le maintien des déficits publics à des niveaux soutenables par

2 La conférence s'est conclue par une table ronde présidée par Olivier De Bandt (Banque de France) et réunissant Daniele Franco (Banca d'Italia), Helmut Herres (Bundesfinanzministerium), Arnaud Marès (Morgan Stanley), Philippe Moutot (BCE) et Antoine Parent (BETA, université de Strasbourg). Les principaux éléments de leurs interventions sont intégrés dans les différentes sections de ce compte rendu.

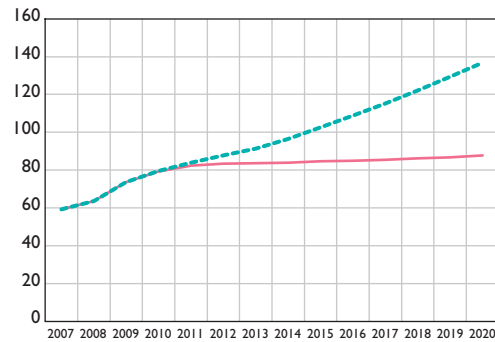
Graphique 2 Projections de moyen terme de l'évolution du ratio dette publique sur PIB dans l'Union européenne et la zone euro

(en pourcentage du PIB)

A – Zone euro



B – UE à 27



— Projection avec consolidation budgétaire

- - - Projection sans consolidation budgétaire

Source : Commission européenne

la suite permettraient de stabiliser le ratio de dette de la zone euro à son niveau actuel. L'essentiel est d'annoncer et de s'engager dans un processus de consolidation budgétaire crédible et de s'y tenir durablement.

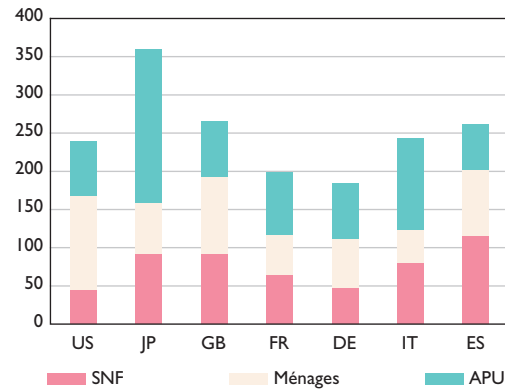
Toutefois, infléchir la dynamique de la dette n'est pas sans effet sur l'activité économique. Différentes voies sont possibles pour y parvenir. Les débats de cette conférence ont permis d'apprécier les conséquences qui découlent de ces choix. En effet, s'il apparaît assez clairement qu'un endettement public excessif peut obérer la croissance à moyen terme, de nombreux travaux ont montré la complexité des liens entre l'endettement public et l'activité économique. En particulier, Jacques Le Cacheux, directeur du département des Études de l'Observatoire français des conjonctures économiques, professeur à l'université de Pau et des Pays de l'Adour, a présenté les derniers développements de la structure du modèle d'équilibre général multi-régions INGENU³. Ce type de modèles complexes est destiné à analyser de multiples questions fondamentales en économie, dont celle des dettes publiques persistantes et élevées, mais s'avère délicat à utiliser en raison de la très forte sensibilité des résultats aux multiples paramètres qu'il nécessite. Une fois finalisé, il doit permettre d'aborder la question de la dette à l'échelle mondiale en tenant compte des interactions économiques et financières et des perspectives démographiques de long terme.

I | La complexité des liens entre les politiques budgétaires et l'activité économique

La plupart des participants ont noté que leurs travaux sur la dette publique s'inscrivaient dans une perspective plus large de déséquilibres globaux. En effet, la dette publique n'est qu'une composante de la dette totale. Or, celle-ci a également atteint des niveaux record avec la crise. Pour certains pays

Graphique 3 Ratios de dette par type d'agents économiques en 2009

(en pourcentage)



Source : Banque de France

3 Jacques Le Cacheux : « Long-term sustainability of public debts: a global perspective »

(Espagne, États-Unis), cet endettement élevé des agents domestiques trouve sa contrepartie dans un endettement extérieur croissant (*twin deficits*).

I | I Existe-t-il un niveau de dette publique à ne pas dépasser ?

Alexandru Minea, professeur à l'université d'Auvergne, a montré que les liens entre dette publique et croissance n'étaient pas linéaires⁴. Pour un même niveau d'endettement public, plusieurs niveaux de croissance peuvent être atteints. La situation finalement observée dépendra *in fine* des anticipations du secteur privé. Tant que la dette est jugée soutenable, les effets keynésiens (augmentation de la consommation) de court terme ont un impact positif sur la croissance. En revanche, en cas de retournement des anticipations du secteur privé, les effets non keynésiens (augmentation de l'épargne) de long terme dominant en raison de la hausse attendue des prélèvements pour financer la dette. Ces travaux suggèrent ainsi l'existence d'un seuil de dette pour lequel le retournement s'opère, sans toutefois chercher à le mesurer.

Cristina Checherita, économiste à la Division des politiques budgétaires de la Banque centrale européenne, a abordé cette question dans une perspective empirique⁵. Ses travaux mettent en évidence l'existence d'un seuil de dette au-delà duquel la dette aurait un impact négatif sur la croissance. Dans la lignée des résultats de Reihnart et Rogoff, Cristina Checherita a évalué ce seuil aux alentours de 90 % à 100 % du PIB, valeurs observées ou anticipées actuellement pour plusieurs pays, notamment de la zone euro. Ce résultat plaide en faveur de la nécessité d'une consolidation budgétaire urgente dans les pays concernés.

Francesco Caprioli, économiste à la Banque d'Italie, a toutefois montré que, même si un gouvernement prenait les mesures nécessaires pour réduire sa dette après une période de forte augmentation, le retour au niveau antérieur à la crise ne doit pas constituer un objectif en soi⁶. Le niveau soutenable de dette peut se situer au-dessus de ceux observés avant la crise.

Ce résultat provient du type d'anticipations du secteur privé pour évaluer le risque de défaut de la dette publique. Si les anticipations ne sont pas rationnelles mais plutôt adaptatives (les agents utilisent des règles d'apprentissage) alors les niveaux soutenables de dette publique dépendent de la chronique des déficits passés.

I | 2 L'impact économique de la dette publique n'est pas neutre

Une partie des travaux présentés lors de la conférence a porté sur l'influence des modalités de consolidation sur l'activité économique.

Plusieurs intervenants ont également souligné que l'évolution de l'endettement public pouvait avoir des effets différents selon les marchés considérés. Luca Agnello, économiste à la Banque de France, a ainsi montré que si, globalement, une dégradation inattendue des finances publiques a un impact négatif sur les prix des actifs financiers et immobiliers, la vitesse de propagation des chocs et leur persistance peuvent différer largement⁷. Les marchés financiers réagissent quasi instantanément aux chocs et les absorbent rapidement, tandis que les marchés immobiliers réagissent plus tardivement et l'effet des chocs est persistant.

Roland Winkler, économiste à l'institut Goethe de Francfort, a présenté les conclusions d'une étude cherchant à déterminer la meilleure politique économique de sortie de crise dans la zone euro en intégrant les effets de l'afflux de titres souverains sur les marchés financiers⁸. Les conclusions sont que la consolidation doit être rapide (thérapie de choc), basée principalement sur la réduction des dépenses et sur une hausse des taxes assises sur la consommation. Dans la situation actuelle, l'auteur préconise ainsi une consolidation budgétaire simultanée des pays de la zone euro, qui serait compensée par une politique monétaire unique pouvant rester accommodante au début du processus.

Sur le rôle de la politique monétaire dans un contexte de crise budgétaire, Antoine Parent a présenté une

4 Alexandru Minea et Patrick Villieu : « Persistent deficit, growth and indeterminacy »

5 Cristina Checherita et Philipp Rother : « The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the Euro area »

6 Francesco Caprioli, Pietro Rizza et Pietro Tommasino : « Optimal Fiscal Policy when Agents Fear Government Default »

7 Luca Agnello et Ricardo Sousa : « Fiscal policy and asset prices »

8 Ignazio Angeloni, Ester Faia et Roland Winkler : « Exit Strategies »

analyse fondée sur les enseignements des expériences passées⁹. Cette étude met en évidence l'existence d'une trappe à liquidité au cours des années 1928 et 1929 aux États-Unis. Les auteurs se demandent si, dans ce contexte, une politique monétaire expansive aurait permis d'éviter la grande dépression et répondent par la négative. Ils concluent qu'une gestion de crise adaptée aurait consisté à sortir de la trappe à liquidité en augmentant les taux d'intérêt, de façon à casser les anticipations conduisant aux dynamiques de bulles sur les marchés d'actifs.

Revenant sur la période récente, Philippe Moutot, adjoint au directeur général des Études économiques et directeur de la Politique monétaire à la Banque centrale européenne, a analysé la coordination des politiques économiques lors de la dernière récession. Selon lui, l'Europe n'a pas pâti de l'absence d'un gouvernement économique européen intégré. Au contraire, la structure européenne actuelle a permis la mise en œuvre d'un *policy-mix* adapté : d'une part, la politique monétaire a été menée par la Banque centrale indépendante et, d'autre part, les gouvernements ont, sous l'impulsion de la Commission européenne, coordonné leurs actions nationales. En effet, contrairement au traitement de la crise de 1929 aux États-Unis, la politique monétaire menée pendant la crise par la BCE, notamment la mise en œuvre des mesures non conventionnelles, a permis de traiter avec succès la crise de liquidité avec ses craintes de trappe à liquidité liées à la proximité avec des taux d'intérêt nuls. Cependant, la crise de la dette souveraine subie par certains pays de la zone euro a montré qu'il était nécessaire de reconsidérer les liens entre la politique budgétaire et les autres politiques économiques.

2 | Dette publique et marchés financiers

Si l'endettement public peut avoir des effets sur l'activité économique, il peut également avoir une influence importante sur le comportement des marchés financiers et vice-versa. Cette deuxième dimension a fait l'objet d'une session particulière lors de la conférence.

2 | Les marchés financiers influencent le coût de la dette publique et le risque de défaut souverain

L'accumulation autoentretenu de la dette résulte, d'une part, d'un stock de dette initiale particulièrement élevé, mais également du différentiel entre les taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie. Le taux d'intérêt conditionne le coût de la dette. Il intègre une composante fondamentale : la prime de risque qui est fixée par les marchés financiers. Andreas Schabert, économiste à l'université de Dortmund et à l'université d'Amsterdam, a présenté les résultats d'une étude destinée à étudier la dynamique des primes de risque sur la dette publique lorsque l'on retient l'hypothèse qu'un gouvernement est forcé de rembourser sa dette le plus tôt possible¹⁰. L'auteur montre que la dynamique des primes de risque résulte des anticipations des investisseurs sur la probabilité de défaut d'un gouvernement. Les anticipations sont basées sur une évaluation de la soutenabilité de la dette et sur la crédibilité des gouvernements à s'engager à ne pas faire défaut. Ces anticipations sont en grande partie fondées sur une évaluation future des charges d'intérêt et des ressources dont disposent les États pour y faire face. Les auteurs montrent que des spirales néfastes peuvent survenir. En effet, pour se prémunir du risque de défaut, les investisseurs vont augmenter les primes de risque, ce qui a pour effet d'accroître les charges d'intérêt et donc de réduire la soutenabilité de la dette, précipitant le défaut.

Peter Wierds, économiste à la Banque centrale des Pays-Bas, a présenté les résultats d'une étude empirique sur les interactions entre les politiques de gestion de la dette publique menées par les gouvernements – en France le rôle joué par l'Agence France Trésor (AFT) – et les variables macroéconomiques¹¹. Les auteurs ont ainsi estimé une fonction de réaction décrivant le comportement de gestion de la dette publique en réponse à des variables comme la courbe des taux d'intérêt, la politique monétaire, le degré de liquidité et la profondeur des marchés monétaires et de la dette. Ils montrent que les comportements des gestionnaires de la dette affectent la stabilité financière des pays de la zone euro. Les gestionnaires de la dette publique

9 Claude Diebolt, Antoine Parent et Jamel Trabelsi : « Revisiting the 1929 Crisis: Was the Fed Pre-Keynesian? New Lessons from the Past »

10 Falko Juessen, Ludger Linnemann et Andreas Schabert : « Understanding default risk premia on public debt »

11 Lex Hoogduin, Bahar Öztürk et Peter Wierds : « Public Debt Managers' Behaviour: Interactions with Macro Policies »

tendraient à privilégier un objectif de minimisation du coût de la dette en réagissant fortement à l'évolution de la « pente » de la courbe des taux. Ce faisant, ils auraient de plus en plus souvent recours à des instruments de couverture comme les *swaps* de taux d'intérêt. Or ces *swaps* ne permettent pas de se prémunir contre tous les risques : s'ils couvrent les risques de taux, ils ne couvrent pas les risques liés aux opérations de refinancement. Ils peuvent donc engendrer des risques de contrepartie et pourraient conduire *in fine* à une réduction de la transparence du profil de risque total.

2 | 2 Les marchés financiers exercent un rôle d'évaluation du risque souverain

Pedro Gomes, économiste à la London School of Economics, a présenté une analyse empirique des liens entre dette publique et notations souveraines¹². Les auteurs ont cherché à reconstituer les notations de titres souverains attribuées par les principales agences de notation (Moody's, Fitchratings et Standard & Poors) à l'aide des principales variables économiques comme le revenu par habitant, le taux de croissance du PIB, l'inflation, le niveau de dette extérieure ou le taux de chômage. Les auteurs montrent que dans les pays industrialisés, il existe une forte hétérogénéité de la corrélation observée entre les déséquilibres budgétaires et les notations des agences sur les risques souverains. Certains pays bénéficieraient d'une notation plus favorable au regard de ce que les indicateurs économiques suggèrent (États-Unis, Italie ou France) tandis que d'autres seraient au contraire pénalisés par rapport à l'état de leurs fondamentaux (Grèce, Irlande et Portugal).

Philippe Frouté, économiste à la Banque de France, a présenté les résultats d'une étude consacrée à l'influence des anticipations concernant les fondamentaux macroéconomiques sur la dynamique des *spreads* de taux souverains¹³. Les auteurs

suggèrent que cette influence serait plus forte à la suite de l'adoption d'un cadre réglementaire modifiant la stabilité financière. Ils s'appuient sur l'exemple passé de la mise en place des accords de Bâle II pour expliquer l'existence d'une rupture structurelle en 2005 dans la corrélation entre les *spreads* de taux des pays européens et les anticipations des évolutions de déficits publics et courants et des taux d'inflation. Les auteurs montrent également que cet effet peut être masqué si un autre choc d'ampleur survient. En effet, le choc financier consécutif à la crise absorbe l'information relative à Bâle II, et conduit à sous-estimer l'impact des changements institutionnels sur l'influence des anticipations des fondamentaux macroéconomiques sur les *spreads* de taux. Toutefois, les auteurs montrent que la crise a également renforcé le pouvoir explicatif des anticipations des fondamentaux économiques sur la dynamique des *spreads* souverains.

Arnaud Marès, économiste chez Morgan Stanley, a avancé l'idée que les marchés financiers sont certes à l'origine de la crise, non pas par défaillance du système, mais en réaction aux problèmes de soutenabilité croissants qu'ils percevaient. La forte hausse des *spreads* sur les titres souverains peut être analysée à la fois comme une sanction adressée aux gouvernements laxistes dans la conduite de leur politique budgétaire, et comme une incitation envoyée aux pays en difficulté pour mener des politiques correctrices. En ce sens, l'accusation portée à l'encontre des marchés financiers leur reprochant d'avoir exacerbé les difficultés de certains pays lui semble plutôt être un procès d'intention. Cette position a néanmoins suscité des débats. En effet, l'une des justifications à l'instauration de règles budgétaires est qu'elles rendent crédible l'action budgétaire à moyen terme face à des marchés qui peuvent avoir tendance à sur-réagir à l'annonce d'indicateurs conjoncturels. Aussi, pour les partisans de ce point de vue, apparaît-il nécessaire d'élaborer un cadre institutionnel efficace et de renforcer la discipline de marché pour permettre aux politiques budgétaires de s'inscrire dans un sentier soutenable favorable à la croissance.

12 Antonio Afonso et Pedro Gomes : « Do fiscal imbalances deteriorate sovereign debt ratings? »

13 Olivier Damette, Gilles Dufrénot et Philippe Frouté : « Are the forecasted macroeconomic variables informative of the changes observed in the euro area sovereign spreads? »

3| Le rôle des institutions de gouvernance de la dette

3|1 Les règles budgétaires

Daniele Franco, directeur du département des analyses économiques structurelles de la Banque d'Italie, a fait un point sur les règles budgétaires en Europe. Il a rappelé les principes économiques ayant présidé à l'élaboration du cadre budgétaire de l'Union économique et monétaire : la correction des externalités liées aux déficits et à la dette publique, le rejet du *bailing out* (renflouage) ainsi que la lutte contre l'aléa moral et les comportements de passagers clandestins. Ces différents objectifs sont plus facilement respectés lorsqu'ils s'inscrivent dans un cadre supranational. Daniele Franco considère que si la crise a souligné la nécessité de réformer le cadre de surveillance budgétaire, il n'y a toutefois pas lieu de procéder à une refonte radicale des règles. Il préconise plutôt une réforme progressive qui s'attaquerait aux défaillances mises en lumière par la crise. Il conviendrait, par exemple, de mieux prendre en compte les liens complexes entre les variables macroéconomiques et les politiques budgétaires. Les indicateurs standards ont montré leur limite. À cet égard, le cas de l'Espagne est emblématique. En effet, alors que la crise frappe de plein fouet ce pays, certains analystes louaient quelques mois auparavant le dynamisme de son modèle de développement. Peu d'observateurs attachaient alors d'importance aux déficits extérieurs chroniques ainsi qu'au fort taux d'endettement des agents privés. Ce faisant, une part de plus en plus importante de l'économie espagnole a vu croître sa vulnérabilité aux taux d'intérêt et à la santé d'un seul secteur d'activité. À l'instar de la Commission européenne ou de la BCE, Daniele Franco préconise les modifications suivantes du Pacte de Stabilité et de

Croissance (PSC) : le renforcement de la surveillance, le renforcement des sanctions et l'accroissement du rôle du critère de dette dans l'évaluation des politiques budgétaires nationales. La BCE va même plus loin en préconisant l'institution d'un comité de contrôle des politiques budgétaires indépendant. Chacune de ces institutions encourage également les gouvernements nationaux à mettre en œuvre des règles budgétaires au niveau national.

À cet égard, l'instauration d'une règle budgétaire constitutionnelle en Allemagne a été citée en exemple. Cette règle a été présentée par Helmut Herres, directeur de la politique budgétaire au ministère fédéral des finances allemand. Elle consiste en l'instauration d'une limite de déficit fixée en termes de déficit ajusté du cycle (0,35 % pour le *Bund* à partir de 2016, 0 % pour les *Länder* à partir de 2020) et d'un compte de contrôle visant à limiter les écarts à l'objectif. L'ambition de la règle est de rendre la politique budgétaire symétrique au long du cycle. Elle permet donc un pilotage de la politique budgétaire à moyen terme cohérent avec les objectifs du PSC.

3|2 Vers une agence européenne de la dette ?

Pavel Diev, économiste à la Banque de France, a présenté l'idée de la création d'une agence européenne de la dette¹⁴. Cette entité présenterait plusieurs avantages : réduction du coût de levée des fonds par la création d'un marché plus liquide de titres d'État, baisse du risque de défaut perçu par les marchés, plus grande facilité du refinancement, rôle de discipline exercé par les marchés financiers sur les politiques budgétaires. Mais de nombreux problèmes se posent : comment prévenir les risques de passager clandestin au sein de la zone euro ? *Quid* du contrôle ou de l'harmonisation des réglementations nationales ?

La conférence a montré, d'une part, l'intérêt croissant de la recherche économique sur la question des dettes publiques excessives et, d'autre part, la convergence des préoccupations des intervenants, qu'ils soient chercheurs, praticiens, macroéconomistes ou experts financiers. De fait, les débats ont montré que tous plaident pour la mise en œuvre d'une réponse politique et institutionnelle urgente face aux défis posés par les déséquilibres budgétaires. S'il existe un accord quasi unanime sur les grandes orientations que peuvent suivre ces réponses, des points de vue divergents, mais aussi complémentaires, se sont exprimés quant aux modalités précises à adopter. Ces questions sont au cœur des préoccupations d'une Banque centrale qui ne peut ignorer la sphère budgétaire tant son influence sur le niveau et la stabilité des prix est prégnante.

14 Laurent Daniel, Pavel Diev « What Prospects for a European Debt Agency? »