

Finances publiques et croissance : la quête du Graal ?

Michel Aglietta

Université Paris Ouest et Cepii



Piège de croissance et impuissance de la politique économique

- L'euro est une monnaie incomplète :
 - L'insuffisance de la coordination budgétaire et l'absence de fiscalité fédérale empêchent l'émission d'une dette centralisée et la mutualisation des dettes des États
 - Étant la seule instance fédérale dans un espace public qui ne l'est pas, *la BCE n'a pas juridiquement la capacité autonome d'exercer sa fonction de PDR* pour protéger les dettes publiques des stress de liquidité dans les marchés financiers
 - Conséquence : contamination croisée finances publiques/ banques parce que la BCE ne peut traiter le risque systémique à sa source pour rétablir la stabilité financière
- Depuis 2010, trois erreurs majeures à la fois politiques et économiques découlant du mode de gouvernance de la zone euro :
 - *Un assainissement trop timoré des bilans bancaires* → paralysie du crédit
 - *L'extension de la crise grecque à des États solvables* → fragmentation de l'espace financier européen
 - *Des ajustements budgétaires restrictifs trop rapides* → récession (2011-13) + rebond conjoncturel sans reprise de l'investissement

- Investissement réel par habitant
- Crédit réel par habitant

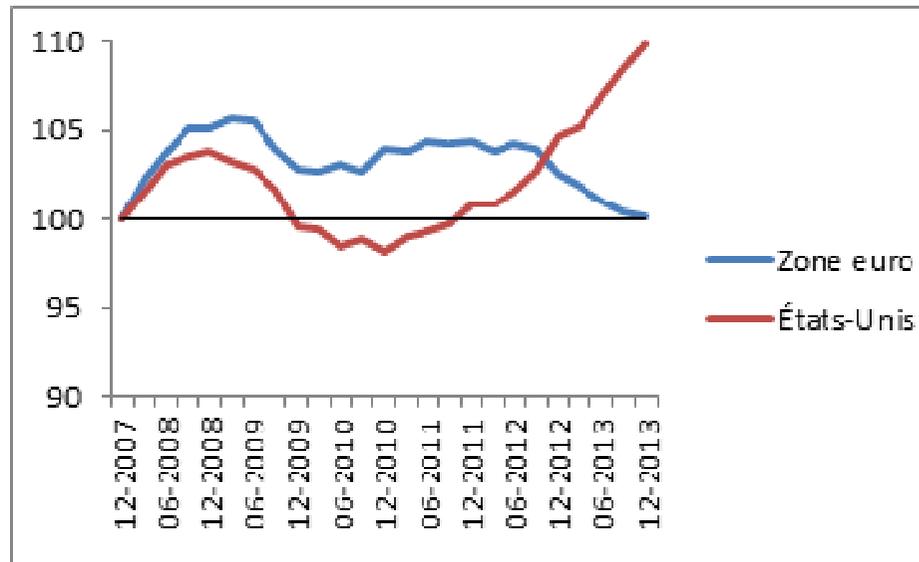
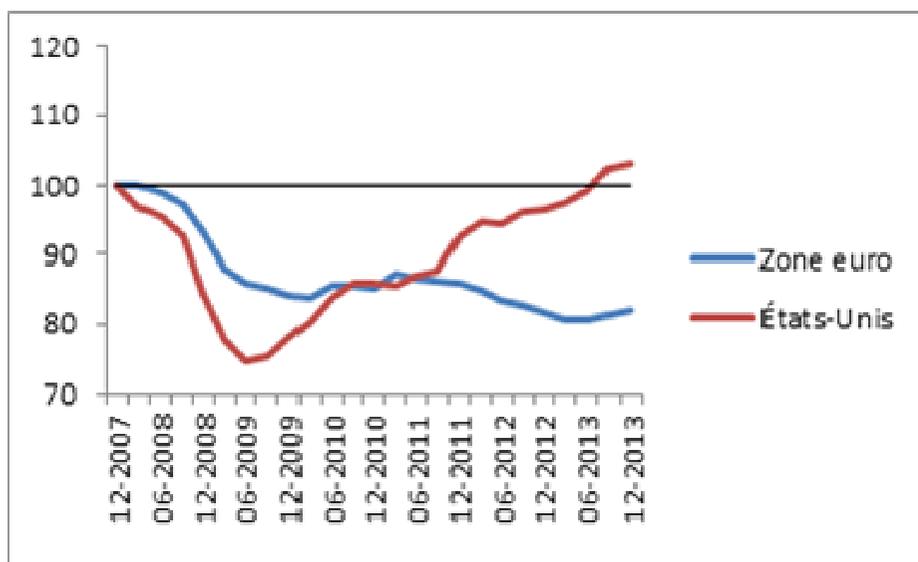
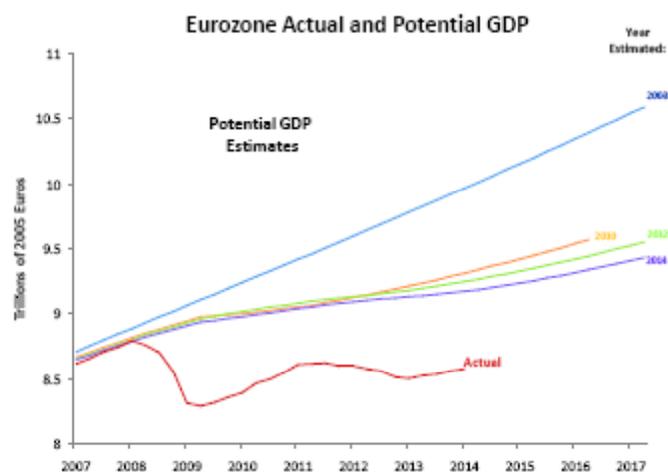
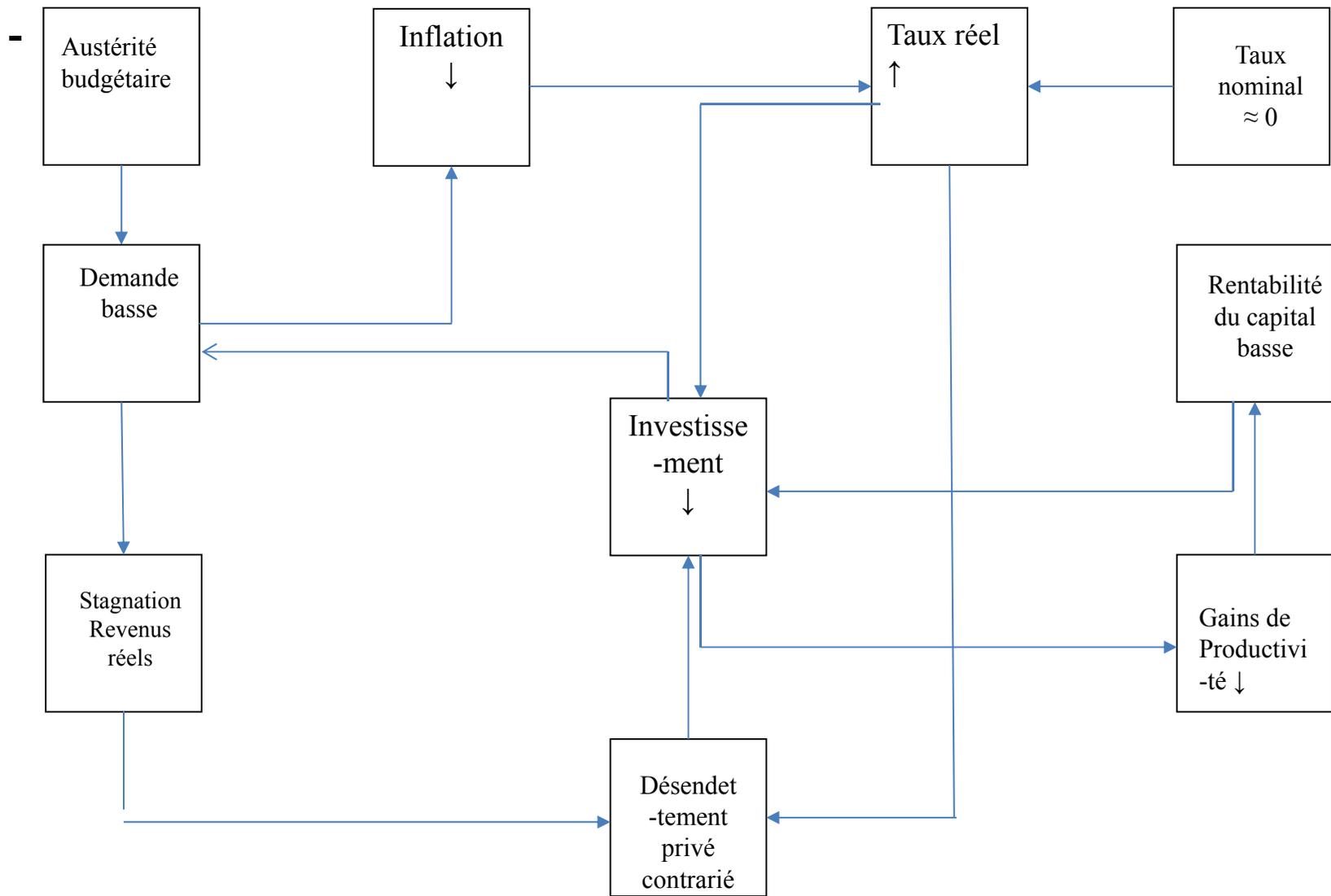


Figure 1b Actual and potential GDP in the Eurozone

Sources: IMF World Economic Outlook Databases, Bloomberg.

La dépression de l'investissement productif au cœur d'un régime de croissance anémique auto-entretenu



- Leçons d'une étude d'expériences historiques conduisant à des consolidations :
 - 1° situation : dérives budgétaires accumulant les déficits chroniques à la suite de changements dans les conditions macro (libéralisation financière, régime monétaire)
 - 2° situation : surgissement de la dette publique par des guerres ou des crises financières
- L'évolution des dettes publiques dépend de conditions macro qui impliquent la coopération de toutes les politiques économiques :
 - Le ratio dette publique/PIB ne peut diminuer systématiquement dans la 2° situation que si *le taux d'intérêt réel moyen sur la dette* < taux de croissance du PIB
 - Dans une situation post-crise financière, la consolidation budgétaire dépend du désendettement privé qui est bloqué par le marasme de la demande intérieure
- Dans la période post-1980 les consolidations réussies après crises financières :
 - Forte dévaluation + remise en ordre rapide du système bancaire
 - Politiques structurelles dans le sens suivant : redéploiement du budget vers les dépenses d'investissement en infrastructures, éducation, R&D au service d'une politique d'innovation cohérente / évolution technologique de l'époque



L'investissement public vecteur d'un nouveau régime de croissance et la progression vers l'union budgétaire

- *Invest. public requis* : 2 % PIB UE (≈ € 260mds) sur 3 ans, décentralisés pour créer 3,5mil emplois dans l'UE
- Priorité transition énergétique et climatique où l'UE peut avoir un leadership techno :
 - 15 % énergies renouvelables
 - 10 % réseaux de distribution électricité
 - 30 % *efficacité énergétique* avec capacité d'entraînement sur le secteur privé (bâtiments publics, logements sociaux)
 - 20 % transports publics urbains
- Combinaison d'instruments :
 - *d'impulsion* (dépenses publiques induisant des investissements privés),
 - *d'incitation* (valeur sociale du carbone, subventions),
 - *de contrôle* (agences indép de certification de réduction de carbone, normes à atteindre en efficacité énergétique et abattement carbone).

Investissement public en ZE (% PIB)



- Investissements efficaces à CT et MT :
 - À CT l'output gap cumulé garantit un multiplicateur $\approx 1,5$, donc *une expansion induite du revenu et de la dépense privée*
 - À MT l'effet d'offre est le + important et dépend de la composition des invests : le coût du capital étant très bas, de nombreux invests de la transition énergétique auront un rendement social $>$ coût du capital, *surtout si une valeur sociale du carbone est définie.*
 - *Effet de croissance endogène* : l'invest public \uparrow productivité du secteur privé et ouvre de nouveaux secteurs d'activité : rénovation bâtiments, économie circulaire, agriculture respectant les normes écologiques
- Financement du programme européen sans participation des budgets nationaux :
« *aux États membres l'ajustement, à l'Europe la croissance* ».
 - *Un Fonds européen d'investissement (FEI) logé dans la BEI est capitalisé pour \approx €30mds par le budget européen sur redéploiement des ressources existantes + modeste taxe levée par le Parlement Européen*
 - *Avec un levier de 8,75 il émet des obligations européennes en direction des investisseurs institutionnels du monde entier, soit un bilan \approx 260mds*
 - *Le Fonds est un intermédiaire qui pallie la double carence des banques et des marchés. Il investit de manière très diversifiée dans les banques de dév, les fonds PE, etc...*

- *Fiscal compact* : loi d'équilibre budgétaire + mécanisme de correction des dérives
- *Budget équilibré* : déficit effectif < 3% et déficit structurel < 0,5 % si dette > 60 % et < 1 % si dette < 60 %.
- *Soutenabilité version traité* : si ratio dette > 60 %, réduction dette de 1/20° par an.
- *Correction* : l'ajustement du solde structurel est défini par un programme de stabilité à MT. Si dépassement annuel > 1 % ou > 0,5 % 2 ans de suite, la Commission détermine la temporalité, les moyens et l'ampleur de l'ajustement
- *Financement de détresse du MES* accessible aux pays ayant ratifié le traité et sous programme d'aide. Il n'a ni les moyens ni le statut pour intervenir en prévention des crises.
- *La procédure des semestres européens* pour institutionnaliser la coordination
- *Les Hauts Conseils des Finances Publiques (HCFP)* : instances d'évaluation indépendantes émettant avis et recommandations. Mandat des membres non renouvelable. Ils évaluent la plausibilité des prévisions gouvernementales et visent à montrer les conséquences futures des décisions budgétaire présentes pour la soutenabilité de la dette.

- *La règle budgétaire sacrifie l'investissement public*, condition sine qua non du redressement de la croissance potentielle. En effet, l'équilibre structurel incorpore toutes les dépenses → les investissements publics qui enrichiront les générations futures doivent être financés par les dépenses courantes → absurde de bloquer le transfert intergénérationnel impliqué par la dette publique.
- Une règle budgétaire raisonnable : *déficit structurel soutenable = investissement net productif du secteur public*. Ou bien le solde structurel soutenable doit être en équilibre. Il est calculé hors investissements inclus dans le programme européen à définir.
- Ajustement conjoncturel pour respecter l'équilibre structurel sur un cycle entier : *Déficit effectif = Investissement net validé - (1/2) (output gap) - (1/2)(inflation observée - inflation cible)*.
- S'accorder par négociation dans les semestres européens sur les engagements des pays membres à partir de programmes de stabilité à MT fonctions des révisions de la croissance potentielle et du constat que l'output gap se creusait au lieu de se fermer.

- Pour rendre les règles contingentes il faut s'appuyer sur une évaluation fiable, exhaustive et indépendante :
 - *Mettre les HCFPs en réseau au sein d'un comité budgétaire européen aboutissant à une évaluation des soldes structurels des États membres compatible avec une estimation des output gaps des pays tenant compte des interdépendances.*
 - *Le rapport du comité budgétaire européen serait la meilleure évaluation possible des situations macro et budgétaires en ZE. Elle devrait devenir la source prépondérante des notations utilisée par les investisseurs financiers pour valoriser les titres publics → il est essentiel de se débarrasser des 3 agences de notation américaines.*
- Pour faire émerger un soupçon de démocratie dans une procédure qui en manque totalement, une possibilité est :
 - De faire débattre l'évaluation commune des HCFPs par *une conférence des parlements nationaux* des pays membres de la ZE, composés de représentants de leurs commissions des finances.
 - Le Conseil Européen et donc les gouvernements devraient tenir compte du communiqué de la conférence des parlements dans les arbitrages finaux.

La BCE s'occupe de mener des politiques contra cycliques pour la ZE, mais l'impact conjoncturel de l'hétérogénéité des situations macro des pays membres dû à leurs interdépendances reste une externalité non assumée → *besoin d'un mécanisme de stabilisation cyclique*. 2 possibilités :

- *Une assurance chômage européenne :*
 - présuppose *un contrat de travail* européen négocié entre les gouvernements et inséré dans les législations nationales. Le contrat ouvre des droits à *une assurance chômage européenne*.
 - Une caisse européenne régule les transferts et équilibre les comptes sur un cycle économique en faisant varier les taux de cotisation en fonction de l'écart (taux de chômage effectif – taux de chômage structurel) en sorte qu'il s'agisse d'un pur mécanisme de stabilisation.
- *Un Fonds d'assurance cyclique :*
 - Les transferts sont calculés sur les output gaps *relatifs* parce que la BCE prend en charge l'output gap moyen de la zone euro
 - *Les transferts sont temporaires*. Les transferts sont calculés sur les output gaps relatifs → la caisse d'assurance européenne est équilibrée par construction.