

INSTITUT  
MONTAIGNE



# Pour un Eurobond

Une stratégie coordonnée  
pour sortir de la crise

Frédéric BONNEVAY

ÉTUDE FÉVRIER 2010

L'Institut Montaigne est un laboratoire d'idées - *think tank* - créé fin 2000 par Claude Bébéar et dirigé par François Rachline. Il est dépourvu de toute attache partisane et ses financements, exclusivement privés, sont très diversifiés, aucune contribution n'excédant 2 % de son budget annuel. En toute indépendance, il réunit des chefs d'entreprise, des hauts fonctionnaires, des universitaires et des représentants de la société civile issus des horizons et des expériences les plus variés. Il concentre ses travaux sur trois axes de recherche :

 Cohésion sociale

Mobilité sociale, intégration des minorités, légitimité des élites...

 Modernisation de l'action publique


Réforme de l'État, éducation, système de santé...

 Stratégie économique et européenne

Compétitivité, spécialisation industrielle, régulation...

Grâce à ses experts associés (chercheurs praticiens) et à ses groupes de travail, l'Institut Montaigne élabore des propositions concrètes de long terme sur les grands enjeux auxquels nos sociétés sont confrontées. Il contribue ainsi aux évolutions de la conscience sociale. Ses recommandations résultent d'une méthode d'analyse et de recherche rigoureuse et critique. Elles sont ensuite promues activement auprès des décideurs publics.

À travers ses publications et ses conférences, l'Institut Montaigne souhaite jouer pleinement son rôle d'acteur du débat démocratique.

 *L'Institut Montaigne s'assure de la validité scientifique et de la qualité éditoriale des travaux qu'il publie, mais les opinions et les jugements qui y sont formulés sont exclusivement ceux de leurs auteurs. Ils ne sauraient être imputés ni à l'Institut, ni, a fortiori, à ses organes directeurs.*

*Il n'est désir plus naturel  
que le désir de connaissance*

INSTITUT  
MONTAIGNE



## L'AUTEUR

**Frédéric Bonnevey** a commencé sa carrière chez JPMorgan et Morgan Stanley à Londres. Il conseille aujourd'hui des institutions financières en Europe et au Moyen-Orient. Économiste, expert associé à l'Institut Montaigne et membre du Cercle des fiscalistes, il a enseigné à Sciences Po et à l'ENSAE. Il est diplômé de l'École polytechnique, de Stanford University et d'HEC.

Pour un Eurobond  
Une stratégie coordonnée  
pour sortir de la crise

par Frédéric BONNEVAY

# SOMMAIRE

---

<b>Avant propos .....</b>	<b>5</b>
<b>Principaux apports de l'Étude (1 à 11) et proposition (12 à 17) .....</b>	<b>7</b>
<b>Introduction .....</b>	<b>9</b>
<b>Partie I : La zone euro dix ans après sa création .....</b>	<b>13</b>
Chapitre I : Monnaie unique et critères de convergence .....	15
<i>Une monnaie unique au service du marché commun</i>	
<i>Un pari ambitieux mais risqué</i>	
<i>Place centrale du pilier franco-allemand dans l'union monétaire</i>	
Chapitre II : La mécanique vertueuse de l'intégration économique et les risques de la concentration financière.....	19
<i>Renforcement de l'intégration économique</i>	
<i>Concentration du risque financier</i>	
<b>Partie II : Crise de crédit et tensions budgétaires :     un risque pour la zone euro .....</b>	<b>25</b>
Chapitre I : Crise financière et plans de relance mondiaux .....	27
<i>Activisme monétaire</i>	
<i>Interventionnisme budgétaire</i>	
Chapitre II : Déficits publics, mur de la dette et balance structurelle.....	30
<i>Financement de l'effort de relance et creusement des déficits publics</i>	
<i>Vers un mur de la dette souveraine</i>	
<i>Tensions sur les marchés de capitaux</i>	
<i>Dynamiques des déficits et balance structurelle</i>	
Chapitre III : Un risque majeur : la divergence des politiques française et allemande.....	39
<i>Situations budgétaires comparées et trajectoires         des politiques publiques</i>	
<i>Entre Plan de relance et Emprunt national :         un programme français en deux temps</i>	
<i>Stabilité dynamique et procyclicité en Allemagne – un budget         fédéral renouvelé</i>	
<i>Un risque explicite pour la zone euro</i>	

<b>Partie III : Pour un couplage budgétaire franco-allemand à travers la création d'un Eurobond .....</b>	<b>49</b>
Chapitre I : Pour un couplage efficace des politiques française et allemande.....	51
<i>Ambitions</i>	
<i>Réactivité, coordination, crédibilité : trois piliers pour une politique budgétaire rhénane</i>	
Chapitre II : Modalités pratiques de mise en œuvre.....	57
<i>Pilotage budgétaire par l'actif : investissements et harmonisation des recettes</i>	
<i>Pilotage budgétaire par le passif : vers un marché des euro-émissions</i>	
<i>Les conditions de la réussite</i>	
<b>Annexes .....</b>	<b>61</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>69</b>

# AVANT PROPOS

---

Presque toutes les avancées de la construction européenne depuis cinquante ans sont liées à la relation entre la France et l'Allemagne. À l'occasion du douzième conseil des ministres franco-allemand qui s'est tenu le 4 février 2010, Paris et Berlin ont réaffirmé leur volonté d'un rapprochement fort et durable entre les deux pays en présentant les quatre-vingts propositions de « l'Agenda franco-allemand 2020 ».

L'Institut Montaigne, par son engagement régulier en faveur du moteur franco-allemand, a lui-même alimenté ce courant par de nombreuses propositions concrètes au cours de plusieurs publications. Récemment, ses travaux sur la crise financière (*Reconstruire la finance pour relancer l'économie*, en mars 2009, et *Entre G2 et G20, l'Europe face à la crise financière*, en septembre 2009) ont porté l'accent sur la nécessaire relance de l'Europe à travers une coopération renforcée entre la France et l'Allemagne.

L'*Étude* parue en février 2010 poursuit dans cette voie. L'Institut Montaigne propose en effet que l'Allemagne et la France déploient une stratégie budgétaire commune en créant un instrument d'endettement conjoint que serait l'Eurobond. Ce dernier contribuerait à renouveler le pacte économique liant l'ensemble des pays de la zone euro. Il serait un puissant moyen de sortir de la crise par le haut, comme l'Europe y est toujours parvenue dans les moments les plus difficiles de son existence.

Cela dit, en ce début d'année 2010, tous les yeux sont tournés vers la Grèce. L'urgence commande : les attaques spéculatives contre l'euro menacent l'ensemble de la construction monétaire européenne. Les gouvernements de l'Union ne s'y trompent pas. Il faut faire face dans la solidarité. Le projet d'une émission obligataire commune n'est pas nouveau, il est au moins aussi ancien que la monnaie unique. Le contexte change radicalement la donne. Quant au mécanisme proposé, il aurait permis d'éviter un tel cahot si un Eurobond existait déjà. Il aurait resserré les liens budgétaires entre les capitales européennes en interdisant une action contre des titres grecs ou portugais ou espagnols. Il aurait contribué à une convergence des financements, ne serait-ce que vis-à-vis de l'extérieur.



Certes, quand la baignoire déborde, se préoccuper de changer la tuyauterie est prématuré – il faut d’abord fermer le robinet. Néanmoins, ce premier geste indispensable n’interdit pas de penser aussi vite que possible au remède à mettre en place pour éviter une autre catastrophe : c’est exactement la proposition sur laquelle aboutit cette *Étude*.

François Rachline  
*Directeur général de l’Institut Montaigne*  
*Professeur à Sciences Po*

L’Institut Montaigne remercie pour leur relecture attentive et utile de ce travail le Dr. Daniela Schwarzer, chef de service Intégration européenne, *Stiftung Wissenschaft und Politik* Berlin ; Edouard Tétreau, directeur de la recherche d’AXA Private Equity ; Jean-Paul Tran Thiet, avocat associé White & Case, membre du Comité directeur de l’Institut Montaigne.

# PRINCIPAUX APPORTS DE L'ÉTUDE (1 À 11) ET PROPOSITION (12 À 17)

---

1. La crise financière de 2008, en aggravant brusquement les déséquilibres latents au sein des économies européennes, a dévoilé la grande **fragilité de l'union monétaire**. Le Pacte de stabilité et de croissance a montré ses limites, mettant en lumière la nécessité de **concevoir un nouvel instrument de coordination budgétaire, notamment entre la France et l'Allemagne**. L'objet de cette *Étude* est de proposer un couplage des politiques budgétaires franco-allemandes à travers la création d'un **Eurobond. Ce titre de dette européen** garantirait des stratégies budgétaires coordonnées et lisibles en redonnant à la politique monétaire commune toute son efficacité.
2. **La monnaie unique**, symbole politique fort, avait **pour vocation de soutenir la croissance économique en accélérant l'intégration** du marché commun. (p. 15).
3. En établissant des **critères de convergence budgétaire** entre des États membres aux économies très hétérogènes, le Pacte de stabilité et de croissance avait pour ambition de limiter la divergence des économies nationales, condition nécessaire à une politique monétaire commune efficace. (p. 16)
4. Le **couple franco-allemand** occupe une place stratégique au sein la zone euro. La forte interdépendance de ces deux économies, couplée à la qualité de leur crédit, en fait la clef de voûte de l'union monétaire. (p. 18)
5. En dix ans, l'euro a permis de **maîtriser l'inflation** et de dynamiser le commerce intracommunautaire. La complémentarité économique des seize est à l'origine d'une certaine symbiose entre pays membres, suivant un schéma comparable au tandem sino-américain. (p. 19)
6. En résulte aussi une certaine **concentration du risque financier** autour du pôle franco-allemand, caution supposée des engagements pris par l'ensemble des pays membres. (p. 23)
7. Les **plans de relance consécutifs au choc financier de 2008**, mêlant **activisme monétaire et interventionnisme budgétaire**, se sont traduits par une dégradation des comptes publics dans le monde entier. (p. 27)
8. Le financement de cet effort place les États devant un « **mur de la dette** » que de vives **tensions sur les marchés de capitaux** – fruit d'un jeu perturbé entre l'offre et la demande de papier souverain – rendent plus menaçant encore. (p. 30)

9. La **réponse française** s'est orchestrée en deux temps, autour du Plan de relance, soutien de court terme à la consommation et à l'emploi, et de l'Emprunt national, destiné à promouvoir la croissance de long terme. (p. 40)
10. Les **pouvoirs publics allemands** se sont en revanche montrés soucieux de préserver leur marge de manœuvre immédiate, n'engageant que de plus faibles dépenses et affichant leur détermination à contenir leur endettement. (p. 43)
11. Les **initiatives récentes prises par Paris et Berlin** donnent des garanties de rapprochement tangibles mais fragiles. Une divergence d'orientation budgétaire durable entre la France et l'Allemagne constituerait un **risque majeur** pour la reprise dans la zone euro et remettrait en cause la pertinence de l'union monétaire. (p. 46)
12. Afin de rendre à la politique monétaire commune toute son efficacité, un **couplage budgétaire entre la France et l'Allemagne** doit reposer sur les trois piliers que sont la **réactivité**, la **coordination** et la **crédibilité** des actions publiques. (p. 52)
13. Dans un premier temps, des **investissements stratégiques communs** à la France et à l'Allemagne seront entrepris. (p. 57)
14. Paris et Berlin, progressivement rejoints par l'ensemble des États membres de la zone euro, s'accorderont sur une **stratégie pluriannuelle** de financement et sur l'évolution de leur politique d'endettement. (p. 58)
15. La **création d'un Eurobond, instrument d'endettement commun**, franco-allemand dans un premier temps puis progressivement étendu aux autres pays de l'Eurogroupe, permettra de maintenir un coût de financement budgétaire compétitif tout en supprimant tout risque d'*aléa moral*. (p. 58)
16. **Le nouveau dispositif se substituera au Pacte de stabilité et de croissance.** Une adjudication d'Eurobonds sera entreprise par une **agence dédiée** qui répartira le volume des émissions en fonction d'un échéancier précis. (p. 58)
17. En contraignant les États à respecter leurs engagements, ce nouvel instrument rendra l'action publique au sein de la zone euro à la fois plus crédible et réactive. À terme, **l'Eurobond remplacera intégralement le papier souverain national**. (p. 60)

# INTRODUCTION

---

Alors que la communauté internationale se relève d'une crise économique majeure, de lourdes incertitudes planent sur la viabilité de la reprise dans les pays membres de la zone euro<sup>1</sup>. Les tensions apparues à la fin de l'année 2009 sur les marchés de capitaux concernant la solvabilité grecque, la rechute probable d'une économie espagnole historiquement très dépendante de flux d'investissement à présent taris, le fardeau commercial d'un euro encore surévalué (au sens des parités de pouvoir d'achat) par rapport au dollar et la perspective d'une croissance durablement faible conduisent certains analystes et une frange de l'opinion publique<sup>2</sup> à s'interroger sur les bienfaits réels d'une union monétaire.

Dévaluation compétitive impossible, inadaptation des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) à des climats économiques nationaux très différents, rigidité des normes budgétaires imposées par Maastricht, monnaie unique réduite à une variable d'ajustement sur les marchés des changes – les critiques abondent. La dynamique vertueuse constatée jusqu'au milieu des années 2000 semble s'être essoufflée : effet d'un retournement de conjoncture en 2008 ou dysfonctionnement structurel des institutions de la zone euro ?

L'union monétaire, depuis ses débuts, a vocation à soutenir l'intégration économique du marché commun. La mutualisation de la croissance va de pair avec la concentration des risques financiers : l'adossement des pays membres au tandem franco-allemand les invite à une gestion budgétaire « en apesanteur », incompatible avec les objectifs de stabilité poursuivis par la BCE. Le poids de la crise de 2008 et des plans de relance nationaux a nettement aggravé cette situation en exposant l'hétérogénéité des finances publiques européennes.

Toute divergence des orientations budgétaires française et allemande, en réponse à la crise, pourrait menacer la pérennité de la zone euro. Des finances publiques découplées entre les deux pays conduiraient nécessairement à des réactions opposées de part et d'autre du Rhin face aux chocs économiques à venir. De telles divergences remettraient en cause l'efficacité et la pertinence d'une politique monétaire commune. Dans cette hypothèse, l'euro aurait tôt fait de passer du statut (chèrement acquis) d'atout à celui de réel handicap.

---

<sup>1</sup> Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Grèce, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, Slovénie, Slovaquie.

<sup>2</sup> En 2008, 78 % des citoyens des pays membres de la zone euro pensaient que la monnaie unique avait eu un effet inflationniste selon une étude de l'Eurobaromètre (*Public attitudes and perceptions in the euro area*) publiée en septembre 2008.

Les initiatives récentes prises à Paris et à Berlin donnent des garanties de rapprochement tangibles mais fragiles. Seul un mécanisme de couplage budgétaire contraignant relancera la croissance sur des bases saines et durables. L'Eurobond, instrument d'endettement supranational et outil de coordination franco-allemand décrit dans cette *Étude*, dont l'ambition est de donner un nouveau souffle à des projets au moins aussi anciens que celui d'une monnaie unique<sup>3</sup>, rendra aux politiques économiques de l'Eurogroupe une crédibilité et une réactivité aujourd'hui restreintes. Initié dans un premier temps par la France et l'Allemagne pour financer des investissements communs, l'Eurobond sera progressivement adopté par l'ensemble des États membres qui s'accorderont ainsi sur l'évolution de leurs politiques d'endettement. Une telle solution, crédible car coordonnée, facilitera le redressement des finances publiques et accroîtra l'efficacité de la politique monétaire de la zone euro.

## **Dettes souveraine : définition et périmètre**

La dette souveraine désigne ici l'ensemble des engagements financiers pris par un État, directement ou par l'intermédiaire d'une agence, sous forme d'émissions de titres (« papier souverain ») ou de garanties. La dette souveraine détenue par les résidents est appelée *dette domestique* (*dette extérieure* dans le cas contraire).

Le terme de dette souveraine s'entend dans cette *Étude* dans un sens restrictif, désignant la dette de l'État central à l'exclusion de la dette des collectivités locales ou du passif social. Ce choix est dicté par deux observations :

- le financement des collectivités dépend essentiellement de l'organisation des États et des choix politiques des gouvernements, ce qui limite la pertinence d'une analyse indépendante ou d'une comparaison internationale ;
- l'évaluation des engagements sociaux demeure difficile, du fait de l'évolution des systèmes de retraite, de la démographie, des cotisations et des prestations.

---

<sup>3</sup> Voir notamment les travaux de l'*European Primary Dealers Association* (2009).

## Les économies des pays développés : quelques comparaisons

	France	Espagne	Allemagne	Grèce	Italie	Japon	États-Unis	Royaume-Uni	Portugal
<b>PIB 2008 (en €)</b> <small>(les PIB 2009 se sont pas consolidés à ce jour)*</small> Source : Banque mondiale	1 948,6	1 095,7	2 494,9	243,7	1 566,1	3 353	9 701,5	1 806,5	165,8
<b>Poids de dette nette 2009</b> <small>(en % PIB)</small> Source : FMI - WEO / Eurostat	75,80	47	70,30	120	112,80	104,60	58,20	62,10	81,80
<b>Inflation (CPI) 2009</b> <small>(données annualisées)</small> Source : Bloomberg LP	1	0,10	0,80	1,30	1,10	1,90	2,70	2,90	0,10
<b>Émissions papier souverain 2007-2008-2009</b> (en devise, en milliards) Source : Bloomberg LP	285,5 100 88,8	160,9 27,5 58	233 94 147	68,5 46,5 34,2	314 172 181	224 81 82	3950 513 1290	164 110 93	30 6,1 13
<b>Notation** de l'Agence Standard &amp; Poor's 2010 pour la monnaie domestique</b> (long terme) Source : Standard & Poor's / Bloomberg LP	AAA	AA+	AAA	BBB+	A+	AA	AAA	AAA	A+

\*Le taux de change moyen USD/EUR pour 2008 est de 0.683.

\*\*Les notations sont organisées par niveau décroissant : AAA étant la plus haute note, D la plus basse (défaut). Une émission notée « BBB » ou au-dessus sera dite « de qualité » (investment grade). Une émission notée « BB » ou au-dessous sera dite « non-investment grade », « spéculative » ou encore « junk ».

© Institut Montaigne. Libre de droits

PARTIE I

LA ZONE EURO DIX ANS  
APRÈS SA CRÉATION

# CHAPITRE I

---

## MONNAIE UNIQUE ET CRITÈRES DE CONVERGENCE

### **Une monnaie unique au service du marché commun**

La création d'une union monétaire européenne, prévue par le traité de Maastricht en 1992, avait une ambition triple : favoriser les échanges au sein du marché commun, amortir les chocs en période de crise, partager, à terme, le « privilège exorbitant » alors exclusivement dévolu au dollar, principale monnaie de réserve mondiale. Puissant symbole politique d'un continent pacifié et unifié, l'euro apparaît comme le résultat d'un long processus entamé à Bâle en 1972 avec le lancement du « Serpent monétaire européen », poursuivi à Copenhague puis à Brême en 1978, par l'inauguration d'un Système monétaire européen, sur la proposition conjointe du Président Giscard d'Estaing et du Chancelier Schmidt.

Le constat des pères fondateurs était simple : un rapprochement monétaire faciliterait l'intégration économique au sein du marché commun et permettrait de soutenir la croissance tout en évitant une nouvelle crise de change, menace permanente, frein évident au développement des pays aux revenus les moins élevés<sup>4</sup>.

Le profil contrasté mais complémentaire des économies européennes comme la relative diversité de leurs cycles économiques plaidaient en faveur d'un partenariat commercial privilégié, la demande intérieure d'un pays compensant celle d'un autre, au gré des *variations conjoncturelles*\*<sup>5</sup>.

**Digue contre les fluctuations de change et accélérateur de croissance, l'euro s'imposait comme une nécessité.**

---

<sup>4</sup> Du fait de tensions inflationnistes persistantes ou de perte de compétitivité.

<sup>5</sup> Tous les mots signalés par un astérisque font l'objet d'une définition en annexe (voir « Clefs de lecture »).



## Un pari ambitieux mais risqué

Le pari de la monnaie unique pouvait toutefois – et à bon droit – paraître risqué. Revers de leur complémentarité, des économies aussi diverses ne formaient pas *a priori* un ensemble parfaitement cohérent. Plus encore, la conduite d'une politique monétaire unique, monolithique, semblait frappée d'un handicap évident : comment des mêmes taux directeurs peuvent-ils être appliqués, par exemple, à deux économies aussi différentes que celles de l'Allemagne et de l'Espagne ?<sup>6</sup>

Une hypothèse souvent avancée est que la politique de la BCE depuis l'éclatement de la bulle boursière de 2001 est inadaptée à des situations économiques diverses. Avec des taux directeurs historiquement faibles (maintenus à 2 % pendant presque trois ans, après avoir plafonné à 4,75 % au tournant de l'année 2001), la politique de la BCE était à la fois trop rigoureuse pour une économie allemande essoufflée (en contraction sur l'année 2003, avant de stagner jusqu'en 2006) et trop accommodante pour une conjoncture espagnole apparemment au beau fixe (forte d'une croissance de près de 3 % sur cette même période) mais excessivement dépendante du marché immobilier<sup>7</sup>. Une politique monétaire de la demi-mesure, trop rigoureuse pour certains membres, trop laxiste pour d'autres, ne saurait profiter à aucun membre du groupe.

**La théorie des zones monétaires optimales (*optimum currency areas*), définie par Robert Mundell en 1961, conditionne l'efficacité d'une monnaie unique introduite sur un territoire donné au respect de quatre grands critères : *mobilité du travail\**, *mobilité du capital\**, *flexibilité des prix comme des salaires* et *existence d'un mécanisme fiscal de redistribution intérieure\** (pour compenser les distorsions induites par les trois premiers critères).**

De toute évidence, le territoire couvert par les pays fondateurs ne constituait pas *ab initio* une telle zone, faute de traduction pratique des libertés accordées aux facteurs de production, mais faute surtout d'un système de couplage budgétaire et fiscal. L'espoir restait toutefois permis : si la zone euro ne satisfaisait pas encore, à son origine, aux critères d'optimalité précités, l'introduction de la monnaie unique était

---

<sup>6</sup> L'Allemagne présente une balance courante fortement excédentaire et une épargne domestique solide (respectivement 7,5 % et 25,9 % du PIB en 2007), et connaît une inflation stable (de 2,27 % en 2007 et 2,75 % en 2008), alors que l'économie espagnole, qui présente une balance courante lourdement négative, à environ - 10 % du PIB en 2007, est sujette à une inflation beaucoup plus volatile (passant de 2,8 % en 2007 à 4,1 % en 2008).

<sup>7</sup> L'appréciation spectaculaire du marché immobilier espagnol reflétait un excès flagrant de liquidités.

censée les imposer rétroactivement, en alignant les réponses individuelles des pays membres soumis à un même choc.

Clef de voûte de cette théorie, la capacité d'absorption par les économies européennes de *chocs asymétriques*\* – effets différents, au sein de la zone, d'un même phénomène économique – rendait donc un rééquilibrage indispensable.

« Dotés du Pacte de stabilité et de croissance, les membres fondateurs espéraient voir leurs économies converger de façon rapide et ciblée »

Ce rééquilibrage, sans lequel une politique monétaire commune serait immanquablement inefficace, pouvait prendre deux formes : la mise en œuvre de transferts fiscaux entre pays membres – au-delà de la simple *mobilité des facteurs*\* – ou l'amointrissement du caractère asymétrique des chocs encourus.

La première solution, synonyme de « budget européen commun » étant politiquement inenvisageable, c'est logiquement la deuxième qui fut retenue.

**C'est dans ce but que le traité de Maastricht (entré en vigueur le 7 février 1992) a été institué, imposant aux pays membres de respecter une série de critères dits « de convergence » pour adhérer à l'Eurogroupe : *taux d'inflation*\* et *taux longs*\*<sup>8</sup> sous contrôle<sup>9</sup>, déficits publics inférieurs à 3 % et endettement net plafonné à 60 % du PIB au terme de l'année précédant l'adhésion.**

Le Pacte de stabilité et de croissance a eu pour fonction d'étendre la portée de ces contraintes – sauf circonstances exceptionnelles – une fois l'adhésion effective. Dotés d'un tel outil de coordination, les membres fondateurs espéraient voir leurs économies converger de façon rapide et ciblée : des économies soumises à des normes budgétaires strictes mais plafonnées auraient l'avantage de conserver au marché commun une diversité suffisante à un dynamisme économique alterné, mais cette diversité serait également assez réduite pour limiter les risques de chocs trop fortement asymétriques.

<sup>8</sup> Maintien des taux de référence du papier souverain de longue maturité sous un niveau égal, au plus, à la moyenne des trois *taux d'inflation* les plus faibles parmi ceux des autres membres majorée de 2 points.

<sup>9</sup> À un niveau égal, au plus, à la moyenne des trois taux les plus faibles parmi ceux des autres membres majorée de 1,5 point.

## **Place centrale du pilier franco-allemand dans l'union monétaire**

Le poids économique du pilier franco-allemand au sein de l'Eurogroupe, représentant près de 48 % du PIB total de la zone euro en 2008 et plus de 35 % du PIB de l'Union européenne, est de toute évidence considérable.

Mais la place centrale qu'occupent la France et l'Allemagne est avant tout stratégique et s'explique principalement par le fonctionnement du moteur de croissance de la zone euro : une forte demande des pays méditerranéens et orientaux soutenue par le pôle rhénan dynamise les exportations allemandes et françaises. Principal partenaire commercial de la France, l'Allemagne fait aussi figurer son voisin d'outre-Rhin au premier rang de ses destinations à l'export. L'euro, dont l'une des fonctions les plus importantes est de renforcer les échanges au sein du marché commun européen, constitue la clef de voûte des relations commerciales franco-allemandes.

Le financement des déficits au sein de la zone euro est assuré – directement et indirectement – par la France et l'Allemagne grâce à la relative stabilité des changes (et de l'inflation) que garantit la monnaie unique. De plus, la qualité des signatures françaises et allemandes, étendue à celle de leurs partenaires, réduit sensiblement le coût du capital des autres pays membres. À cela s'ajoute le fait que le papier des partenaires européens de la France et de l'Allemagne est majoritairement détenu par des investisseurs domestiques – nationaux ou principalement franco-allemands – tandis que Paris et Berlin placent une large part des obligations assimilables du Trésor français (*OAT\**) et des *Bunds\** auprès d'investisseurs internationaux.

Au-delà de leur forte interdépendance économique et financière, ces deux pays forment, du fait de leurs complémentarités, un ensemble cohérent, sur les plans culturel, historique et politique. L'introduction d'une monnaie unique eut pour rôle avant tout de consolider, par son poids symbolique, une Union européenne mue depuis son origine par la volonté politique de la France et de l'Allemagne – depuis la signature des traités de Rome en 1957 jusqu'aux initiatives conjointes du Président Sarkozy et de la Chancelière Merkel au lendemain de la crise financière de 2008.

## CHAPITRE II

---

# LA MÉCANIQUE VERTUEUSE DE L'INTÉGRATION ÉCONOMIQUE ET LES RISQUES DE LA CONCENTRATION FINANCIÈRE

### Renforcement de l'intégration économique

Dix ans après l'introduction de l'euro, les ambitions des pères fondateurs et du traité de Maastricht ont-elles porté leurs fruits ? Une inflation maîtrisée semble être le bienfait le plus évident de la monnaie unique (cf. graphique 1). En revanche, la stabilisation de la *balance budgétaire\**, généralement établie – Allemagne exceptée – en-deçà du seuil de 3 % prévu par le Pacte de stabilité, reste très relative (cf. graphique 2).

L'impact de l'euro sur la croissance paraît encore plus différencié : la progression annuelle des économies à hauts revenus s'est affaiblie, en compensation d'une moindre dispersion, tandis qu'elle a progressé marginalement dans les pays aux revenus les plus faibles de l'Eurogroupe. L'Allemagne enregistre ainsi un déclin de près de 0,6 point entre sa croissance moyenne des années 1980-1999 et 1999-2008, contre une situation à peu près stable pour la France et un gain net de plus de 0,7 point pour l'Espagne (cf. graphique 3).

Il est encore trop tôt pour conclure de façon définitive quant aux effets de l'introduction de la monnaie unique sur les flux commerciaux au sein du marché intérieur<sup>10</sup>. De premières études empiriques semblent toutefois indiquer un impact assez nettement positif<sup>11</sup>. L'accélération des échanges au sein de la zone euro s'est accompagnée d'une polarisation des balances commerciales, accentuant les penchants naturels des pays membres, renforçant la puissance exportatrice allemande (et dans une certaine mesure italienne), mais alimentant aussi les importations espagnoles et grecques (cf. graphique 4). La forte demande de ces derniers pays serait ainsi venue

---

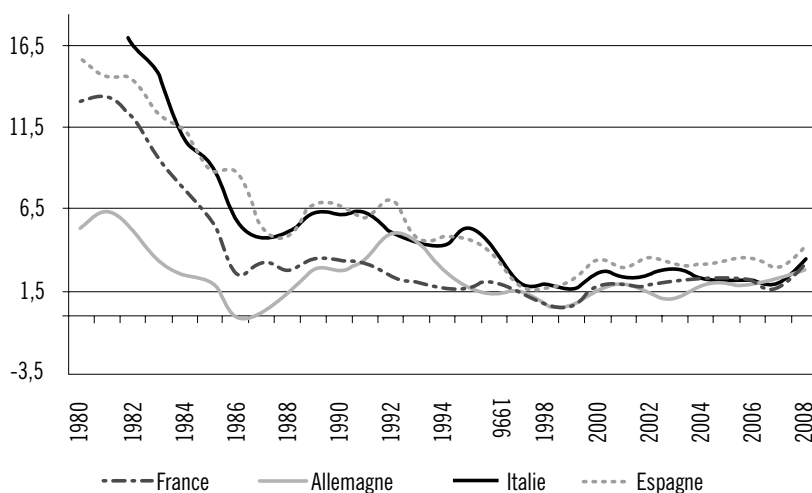
<sup>10</sup> Ce que l'on nomme « effet Rose ».

<sup>11</sup> Un gain net de cinq à dix points aurait ainsi été enregistré entre 2002 et 2006 sur les chiffres du commerce entre pays membres (Source : P. Mongelli, J. L. Vega, *What effect is EMU having on the euro area and its member countries? An Overview*, European Central Bank, Working Paper Series, No 599, March 2006).

soutenir la production industrielle allemande, palliant les carences d'une demande intérieure traditionnellement faible et générant d'importantes recettes fiscales pour Berlin.

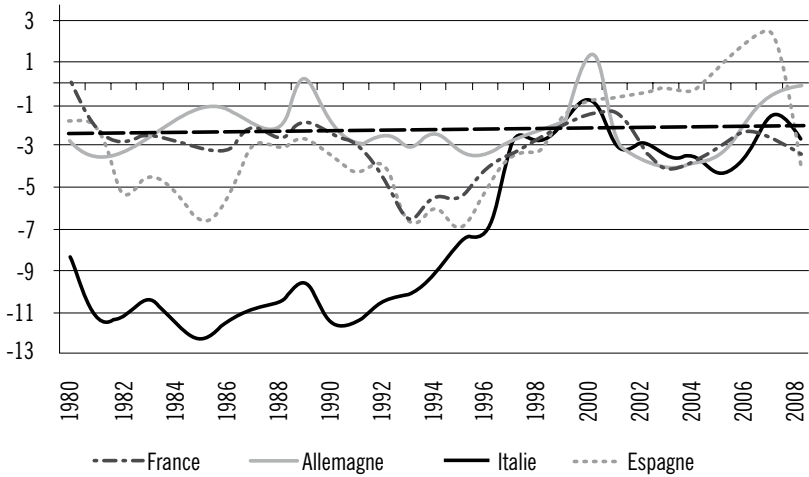
Cette architecture, à peu près comparable, à une échelle évidemment très réduite, à celle du tandem sino-américain, prévoit donc de soutenir la croissance et les excédents des uns par la consommation et les déficits des autres. Un transfert en retour assure par ailleurs le financement de la consommation par les excédents. Le régime de croissance de la zone euro repose donc principalement sur un commerce intérieur robuste, grâce à un mixte de rattrapage économique accéléré et de production industrielle soutenue. À la différence de la Chine, cependant, les pays excédentaires ne le sont pas suffisamment pour assurer en circuit clos le fonctionnement du moteur communautaire et sont contraints de s'endetter. La solidité de l'édifice tout entier tient donc à leur qualité de crédit. L'intégration économique et le couplage commercial s'accompagnent ainsi d'une concentration du risque financier autour du pôle franco-allemand.

### 1. Inflation (en %) 1980 – 2008 France, Allemagne, Italie et Espagne



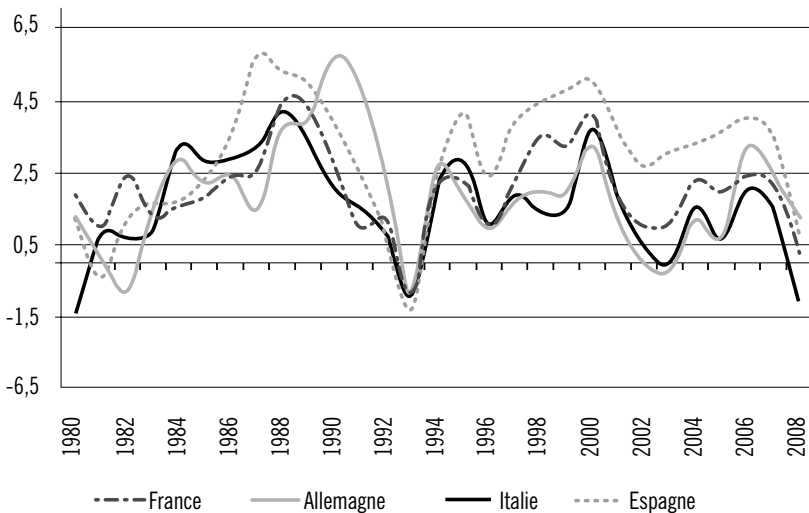
Source : Fonds monétaire international, World Economic Outlook, 10/2009

**2. Balances budgétaires (en % PIB) 1980 – 2008**  
**France, Allemagne, Italie et Espagne**



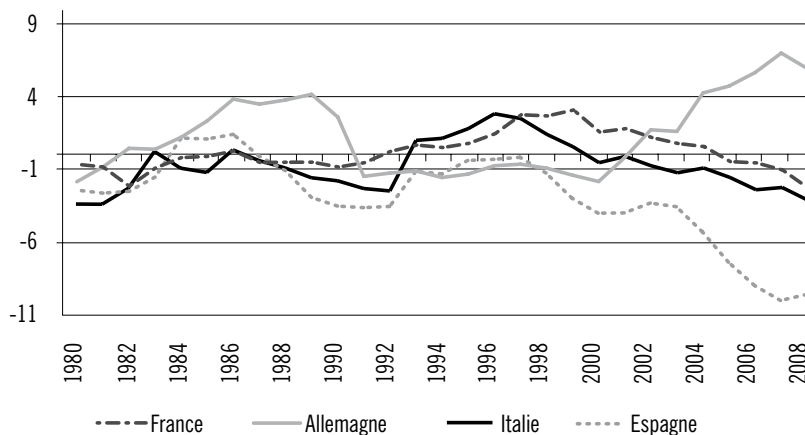
Source : Fonds monétaire international, World Economic Outlook, 10/2009

**3. Croissance du PIB (en %) 1980 – 2008**  
**France, Allemagne, Italie et Espagne**



Source : Fonds monétaire international, World Economic Outlook, 10/2009

#### 4. Balance courante (en % PIB) 1980 – 2008 France, Allemagne, Italie et Espagne



Source : Fonds monétaire international, World Economic Outlook, 10/2009

#### 5. Taux de change EUR/USD 1998 – 2010

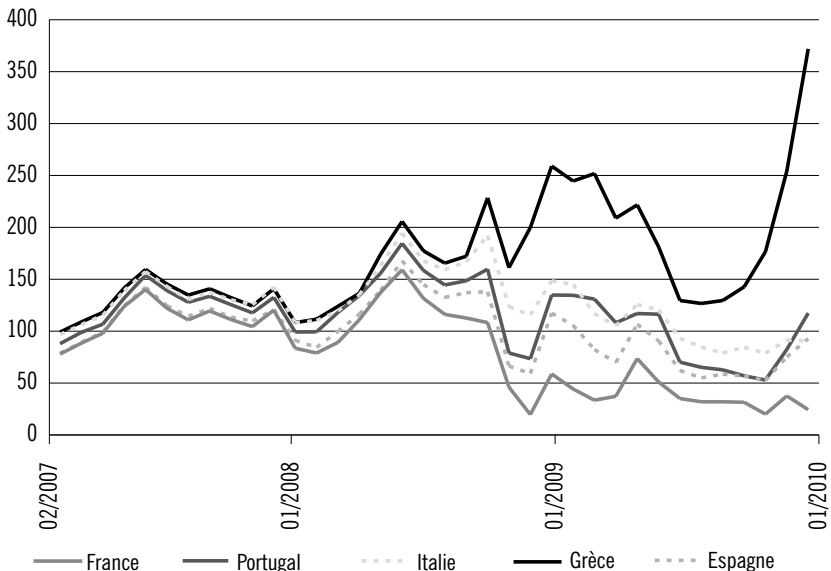


Source : Bloomberg LP, janvier 2010

## Concentration du risque financier

L'introduction d'une monnaie commune et la formulation de critères d'encadrement des déficits sont fondatrices d'une dynamique vertueuse, fortement bénéfique pour les pays aux revenus les moins élevés qui disposent désormais d'une devise d'endettement stable et d'une qualité de crédit très supérieure à celle que leur vaudrait théoriquement leur solvabilité individuelle. D'un point de vue extérieur, tout est mis en place pour que les titres de dette des pays membres soient rapprochés du *Bund\** allemand, instrument de référence sur les marchés de capitaux (et dans une moindre mesure, de l'*OAT\** française) : une Banque centrale européenne établie à Francfort, voisine de la *Bundesbank*, présidée par un Français, entretient la symbolique de ce rapprochement. L'opération, dans son ensemble, est un succès : la confiance que les investisseurs accordent traditionnellement à l'Allemagne et à la France semble s'être naturellement étendue aux autres membres de l'Eurogroupe – ce dont témoigne manifestement la forte compression des rendements de la dette souveraine des États concernés au cours des dix dernières années (cf. graphique 6).

**6. Spreads des obligations souveraines à dix ans  
par rapport au titre allemand (points de base), 2007 – 2010**  
Grèce, Espagne, Portugal, France et Italie



Source : Bloomberg LP, janvier 2010



Cette nette amélioration des conditions de financement n'incite évidemment pas à la rigueur, puisque les marchés paraissent avoir renoncé à pénaliser les gouvernements déficitaires. Une capacité d'endettement supposée infiniment élastique encourage une gestion financière « en apesanteur » : le dépassement chronique dès 2001 du seuil de 3 % imposé par les critères de Maastricht tient sans doute autant à l'éclatement de la bulle internet qu'à cette incitation au laxisme.

**La création de la zone euro a favorisé une plus forte intégration des économies membres en soutenant les échanges intérieurs. Une inflation globalement maîtrisée, une redistribution de la croissance particulièrement favorable aux pays les moins solides financièrement se sont surtout accompagnées d'une symbiose commerciale entre pays exportateurs, aux comptes publics sains – Allemagne en tête – et pays importateurs, aux *balances budgétaires*\* souvent plus volatiles. Le pôle franco-allemand, facteur de stabilisation des cours de l'euro, rehausseur de fait du crédit souverain des seize, facilite le financement de ces pays en leur permettant d'accéder aux marchés de capitaux à des conditions particulièrement avantageuses.**

D'importants déséquilibres en résultent, des taux de croissance élevés dans les pays déficitaires s'accompagnant d'une dépendance de plus en plus forte à la « caution » franco-allemande. La crise financière de 2008, en aggravant brusquement l'ampleur de ces désordres jusqu'alors latents, constitue un réel défi pour la zone euro.

PARTIE II

CRISE DE CRÉDIT  
ET TENSIONS BUDGÉTAIRES :  
UN RISQUE  
POUR LA ZONE EURO

## CHAPITRE I

---

# CRISE FINANCIÈRE ET PLANS DE RELANCE MONDIAUX

La crise financière de l'année 2008 et les conséquences d'un effort de relance sans précédent ont eu pour effet de mettre à mal cet équilibre précaire. Le parallèle souvent établi entre les prémisses de la « Grande dépression » des années 1930 et cette « Grande récession », est d'une justesse saisissante. La réponse des pouvoirs publics varie en revanche du tout au tout : alors qu'ils avaient réagi au choc de 1929 par une politique de rigueur, les gouvernements et les banques centrales ont déployé depuis le dernier trimestre de l'année 2008 tout l'arsenal monétaire et budgétaire à leur disposition – au risque de se retrouver démunis en cas d'échec des politiques engagées.

Le brusque creusement des déficits, au sein de la zone euro, et la nette augmentation des dettes publiques qui en résulte pourraient avoir des conséquences particulièrement dramatiques : toute divergence d'orientation budgétaire au cœur du pôle franco-allemand menacerait la cohésion de l'union monétaire.

**Un découplage trop prolongé des politiques budgétaires de la France et de l'Allemagne briderait le schéma de croissance des seize et limiterait dangereusement l'efficacité de la BCE : à terme, c'est la pertinence du projet européen qui est en jeu.**

### Activisme monétaire

Les moyens mis en œuvre ont été, à tous égards, proportionnés à la gravité des enjeux. Les banques centrales du monde entier ont d'abord drastiquement abaissé leurs taux directeurs – pratiquant pour certaines une politique de « taux zéro » pour faire front à des statistiques d'inflation en chute libre.

De plus, afin de détourner les institutions financières des marchés de la dette souveraine – largement considérée alors comme seul refuge au cœur de la tourmente – les banques centrales ont entrepris d'en comprimer les rendements.

L'achat massif de créances publiques (cf. graphique 7), poussant leur prix à la hausse et réduisant en conséquence leur rendement, redirigerait ainsi les encours bancaires vers le prêt au secteur privé, comparativement plus lucratif<sup>12</sup>.

## Interventionnisme budgétaire

Des politiques monétaires vigoureuses, conduites avec fermeté par des banques centrales peu soucieuses d'orthodoxie, permirent donc de rétablir un régime de liquidité acceptable sur les marchés de capitaux, stabilisant le crédit au secteur privé, endiguant la chute des valeurs boursières et contribuant à rouvrir les vannes du financement.

Ces succès monétaires seraient toutefois très incomplets et vraisemblablement très temporaires s'ils ne s'étaient accompagnés d'une relance budgétaire volontariste. Les programmes de sortie de crise financière, principalement nationaux, marquent un tournant théorique en associant des initiatives d'inspiration ouvertement monétaristes à un héritage keynésien revendiqué. Les objectifs de ces politiques sont distincts : une fois les marchés financiers stabilisés grâce à un important afflux de liquidités, restait encore à renouer avec la croissance « réelle » et à retrouver les taux de croissance tendanciels des années fastes grâce à une intervention budgétaire courageuse s'articulant autour de deux volets principaux :

- en faveur des ménages et des entreprises d'une part,
- du secteur bancaire de l'autre.

Un effondrement de la production industrielle, consécutif à l'affaïssement du commerce international et à la dégradation des demandes intérieures, des défaillances d'entreprise en nette hausse<sup>13</sup> et un marché de l'emploi sinistré jusqu'en mars 2009 nécessitaient à l'évidence un engagement public sur tous les fronts. De larges abattements fiscaux ont été mis en place, des dispositifs de soutien à la consommation (comme les primes à la casse ou le renforcement des dispositifs sociaux) ont été entrepris, en faveur notamment des ménages aux plus faibles revenus. Des programmes industriels ciblés ainsi que de copieux investissements publics (en particulier à travers la prise de participation dans des entreprises jugées « stratégiques ») ont également constitué la colonne vertébrale des plans de relance.

<sup>12</sup> Ces initiatives peu orthodoxes, mieux connues désormais sous le nom de *quantitative easing\**, se sont rapidement étendues en dépit des nombreuses incertitudes concernant leurs conséquences de long terme.

<sup>13</sup> Estimées en France à 64 000 entre janvier 2009 et janvier 2010, progressant de 11 % sur l'année, contre un total de 48 000 sur douze mois quatre ans plus tôt.

À l'interface entre activisme monétaire et engagement budgétaire, la protection d'un secteur bancaire en proie à de lourdes dépréciations comptables au lendemain de la crise des *subprimes* justifiait de nouveaux engagements publics. Depuis l'octroi de garanties sur des portefeuilles de prêts douteux jusqu'à l'ouverture de lignes de crédit additionnelles, en passant par une simple recapitalisation expresse (avec le concours occasionnel d'investisseurs privés) éventuellement étendue à une nationalisation de fait<sup>13</sup>, toutes les solutions ont été envisagées et beaucoup mises en application.

### 7. Bilans des banques centrales et détention de bons du Trésor en décembre 2009

	<b>Volume de l'actif au bilan (milliards de dollars)</b>	<b>Achats de bons du Trésor (milliards de dollars)</b>
<b>Réserve fédérale</b>	2,210	780
<b>Banque d'Angleterre</b>	390	310
<b>Banque du Japon</b>	1,360	800
<b>Banque centrale européenne</b>	1,760	–

Source : Federal Reserve, Bank of England, Banque du Japon, Banque centrale européenne

<sup>13</sup> Comme ce fut le cas notamment en Grande Bretagne.

## CHAPITRE II

---

# DÉFICITS PUBLICS, MUR DE LA DETTE ET BALANCE STRUCTURELLE\*

### **Financement de l'effort de relance et creusement des déficits publics**

Les plans de relance se sont tous traduits par une visible et durable dégradation des finances publiques dans le monde – tout particulièrement aux États-Unis et dans la zone euro. Paradoxalement, la profondeur du creusement pourrait avoir une importance bien moindre que sa nature. Tandis qu'une action conjoncturelle aisément réversible, sans impact budgétaire de long terme, est essentiellement bénigne, un soutien de moindre ampleur mais plus difficile à retirer occasionne une détérioration de la *balance structurelle*\* : il compromet le redressement des comptes publics et entrave la capacité de croissance.

Les pays de la zone euro, dans un paysage mondial nettement assombri, affichent des situations nationales diverses :

- L'Allemagne – durement frappée par la chute de ses exportations – a connu un très fort rebond au printemps 2009 qui lui a permis de contenir le déficit fédéral autour de 5 % (contre une *balance budgétaire*\* presque équilibrée en 2007). Elle devrait retrouver une situation excédentaire dès 2014 d'après les estimations du Fonds monétaire international. Le déficit public annoncé pour 2010 est de 85,8 milliards d'euros (auxquels il faut ajouter un surplus de 14,5 milliards, conséquence de la relance engagée par l'administration précédente).
- La Grèce, à l'autre extrémité du spectre européen, a dû revoir ses statistiques publiques et se trouve désormais aux prises avec un déséquilibre de 12,7 % du PIB environ pour l'année 2009, provoquant une poussée de fièvre sur les marchés de capitaux et justifiant une dégradation de sa qualité de crédit par les trois principales agences de notation.
- La France, enfin, évalue son déficit public à 8 % environ en 2009. Le déficit annoncé pour 2010 est de 149,2 milliards d'euros.

## Vers un mur de la dette souveraine

Ces déficits, alourdis encore par des recettes en net recul, ont été financés par la dette – phénomène qu’aggrave encore le transfert de créances en direction des bilans publics. Un véritable « mur de la dette » se dresse aujourd’hui devant les États du « Nord économique » : l’impact des exercices 2008 et 2009 a exacerbé des problèmes alors considérés comme des enjeux de long terme, mais encore secondaires. La brusque accélération des dynamiques d’endettement appelle d’inquiétantes comparaisons géographiques et historiques.

Les États-Unis se trouveraient lestés, au terme de l’année 2009 et d’après les estimations du Fonds monétaire international, d’un fardeau proche de 58,2 % de

« Un véritable “mur de la dette” se dresse aujourd’hui devant les États du “Nord économique” »

leur produit intérieur brut contre près de seize points de moins deux ans plus tôt. Ces chiffres avoisineront le seuil des 85 % à l’horizon 2014. La dégradation des perspectives britanniques – résultat d’une ruineuse augmentation des dépenses décidée en 2004 par Gordon Brown, alors Chancelier de l’Échiquier – est plus

inquiétante encore, puisque la dette publique nette, évaluée à environ 38 % en 2007, atteindrait aujourd’hui 62 % – une hausse de près de 24 points en autant de mois. Elle pourrait franchir la barre des 90 % en 2014. L’endettement japonais, célèbre sur les marchés de capitaux depuis les années 1980, longtemps considéré comme un plafond pour les pays du G20, passerait d’un peu plus de 80 % du PIB à près de 105 % en 2009, et pourrait atteindre 143 % en 2014.

Les pays de la zone euro, en comparaison, offrent un paysage contrasté :

- L’Allemagne supporte une charge encore mesurée, proche de 70 % du produit intérieur brut pour l’exercice 2009 – chiffre raisonnable, quoique supérieur de plus de treize points aux niveaux de 2007.
- L’Italie, quant à elle, se trouve dans une situation beaucoup plus délicate, du fait d’un endettement net de près de 113 % du PIB, endettement qui, en 2007 déjà, était supérieur à 100 %<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Des déficits plus mesurés tempèrent néanmoins l’urgence de la situation italienne.

- La France, en comparaison, fait presque figure de bon élève : une dette limitée à environ 77 % pour 2009 (d'après les estimations du Fonds monétaire international) la laisse dans une position plutôt enviable par rapport à la plupart de ses pairs européens, en dépit d'une trajectoire anticipée sans doute moins flatteuse, puisque ce chiffre est attendu en hausse de plus de sept points en 2014.

L'équation de la dette publique dépend aussi d'une autre inconnue, au moins aussi significative que la charge supportée par l'État central : le passif social, notamment à travers la gestion des retraites. Le manque de lisibilité de certains systèmes nationaux laisse craindre un réveil douloureux :

- La chute brutale des marchés financiers aura un impact certain sur la pérennité des systèmes de retraite par capitalisation. La perte de valeur récente des actifs censés couvrir les engagements futurs place les fonds de pension devant un choix particulièrement délicat entre l'espoir d'une rentabilité accrue des ressources investies<sup>16</sup> et la diminution simple des prestations offertes.
- Les régimes par répartition ne seront pas non plus épargnés. Une évolution démographique peu favorable sur le long terme, un marché de l'emploi peu dynamique et la contraction de la masse salariale globale pèseront sur eux. L'application de taux d'actualisation souvent irréalistes, d'une part, le pari d'un improbable bénéfice démographique, de l'autre, constituent un surcroît de dette dont le volume d'ensemble comme le coût financier et social sont encore difficiles à mesurer. Des prestations plus faibles ou un alourdissement des cotisations imposées aux générations futures déprimera la consommation et la croissance. La lisibilité du système allemand de répartition par points est un atout dont ne disposent pas, dans leur majorité, les quinze autres membres de l'Eurogroupe.

Thème dominant de l'année 2010, le problème de la dette souveraine n'est pas nouveau et pour la plupart des pays, la crise n'aura joué qu'un rôle de révélateur. Le rapport Pébereau<sup>17</sup>, déjà, soulignait en 2005 que la dette des administrations publiques avait été multipliée par cinq depuis 1980. À la fin de l'année 2008, à l'ouverture de la crise financière, la situation s'était encore détériorée.

---

<sup>16</sup> Occasionnant une prise de risque plus agressive.

<sup>17</sup> Michel Pébereau, *Rompre avec la facilité de la dette publique. Pour des finances publiques au service de notre croissance économique et de notre cohésion sociale*, décembre 2005.



**Loin d'avoir été l'instrument d'une rapide sortie de crise en 2008, les coûteux plans de relance nationaux, en augmentant fortement le stock mondial de dette, pourraient bien au contraire avoir « laissé se produire un désordre pour éviter une guerre » suivant la maxime machiavélique : il est tout à fait possible que les gouvernements, au lieu de « l'éviter » n'aient fait que la « retarder à leur désavantage. »**

## Tensions sur les marchés de capitaux

La crise ouverte en septembre 2008 a infligé aux États un choc simultané. La destruction de valeur consécutive à l'effondrement des cotations et à l'érosion du crédit a contribué à aggraver les déséquilibres mondiaux. Si les pays en situation d'excédent budgétaire ont en moyenne vu leur croissance et la hausse de leurs réserves ralentir, les États déficitaires doivent, quant à eux, faire face à une reprise fragile – parfois rapide, mais plus souvent atone – et à des besoins financiers en forte hausse. Des difficultés devraient résulter de tensions de plus en plus vives sur les marchés de capitaux, en grippant un jeu d'offre et de demande à l'équilibre fragile : à une hausse certaine et durable de l'offre de papier souverain ne pourra correspondre une augmentation équivalente de la demande.

En totalité, les emprunts publics totaux en 2009 devraient s'élever au volume colossal de 12 000 milliards de dollars dans les pays de l'OCDE, contre moins de 10 000 milliards en 2007<sup>18</sup>. Le volume net additionnel d'emprunt requis par les pays de l'OCDE aura augmenté de 61,5 % en valeur absolue en l'espace de douze mois (ce même chiffre étant de 46,1 % pour les États-Unis et de près de 85 % pour les pays de la zone euro).

La nécessaire concurrence entre émetteurs qui s'ensuivra pourrait se solder par un renchérissement généralisé du coût de financement et par une pénalisation des émetteurs les moins sûrs. La possible éviction du papier privé pourrait également tarir une source de capital dont les entreprises sont encore très dépendantes<sup>19</sup>.

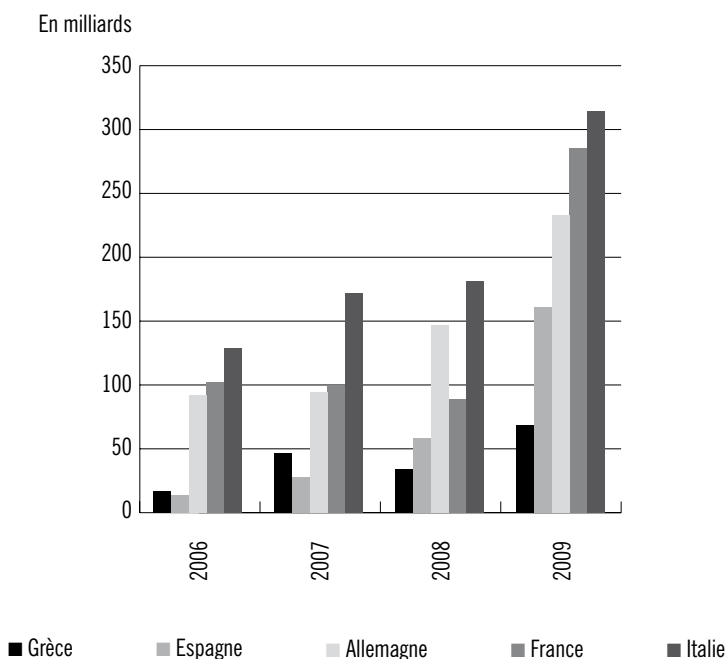
---

<sup>18</sup> La part des émissions obligataires sur les marchés de capitaux devrait s'inscrire en nette progression dans les pays de l'OCDE, à presque 2 620 milliards de dollars contre seulement 1 620 milliards en 2008. Il est important de souligner que le papier américain représente l'essentiel de ces montants : 1 890 milliards de dollars contre à peine 308 milliards dans la zone euro. Les chiffres correspondant aux émissions brutes sont plus éloquentes encore, puisque les États-Unis représentent alors 64 % du total contre 18,5 % pour la zone euro – en hausse, une fois encore, puisque ces mêmes statistiques étaient de 60,7 % et 17,9 % respectivement, en 2007.

<sup>19</sup> Un total de 1 400 milliards de dollars de dette « de qualité » (*investment grade*) a été émis en 2009, chiffre record qui témoigne de l'inquiétude d'émetteurs privés soucieux de lever des capitaux aujourd'hui en vue de tensions prochaines.

En cherchant à accroître la liquidité disponible dans l'économie par le rachat massif de papier souverain (« *quantitative easing*\* »), les banques centrales ont organisé le financement des politiques budgétaires par des liquidités nouvellement créées (cf. graphique 8). Ces programmes, aux effets inflationnistes certains, ont toutefois vocation à demeurer temporaires : leur fin annoncée et leur éventuelle *inversion*\* (par cession sur le marché des titres préalablement accumulés) révéleront seules la gravité réelle de la situation.

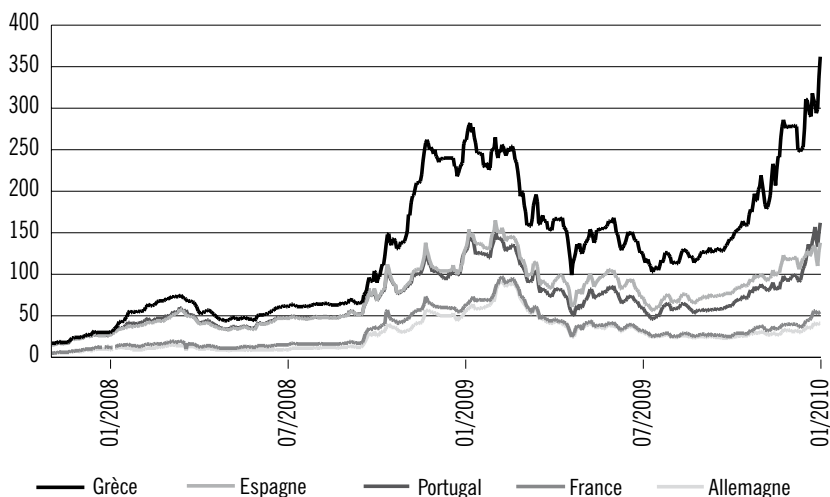
### 8. Émissions (EUR) 2006 – 2009 Grèce, Espagne, Allemagne, France, et Italie



Source : Bloomberg LP, janvier 2010

Le pire pourrait donc être encore à venir : une différenciation entre émetteurs suivant leur solidité a déjà brisé la dynamique de convergence amorcée par l'introduction de l'euro. Avec la crise, une prime de risque en forte hausse a pris par surprise les élèves les moins vertueux de la classe européenne et sanctionne *a posteriori* leurs « écarts de conduite » passés. En témoignent les profonds écarts de rendement sur le papier souverain de même maturité ou l'écartement des *spreads* des dérivés de crédit (« *Credit Default Swaps* ») correspondants (cf. graphiques 9 et 10).

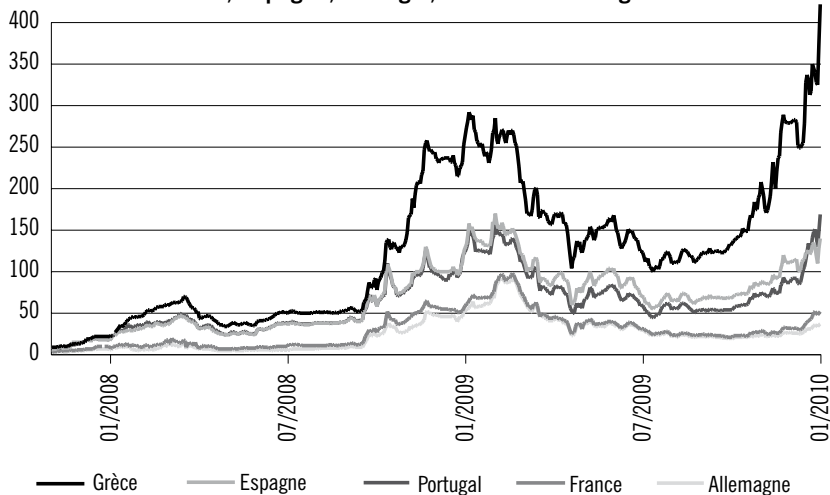
**9. Spreads des CDS\* (points de base)  
sur obligations souveraines à dix ans, 2006 – 2010  
Grèce, Espagne, Portugal, France et Allemagne**



\*CDS : Credit Default Swaps (dérivés de crédit)

Source : Bloomberg LP, janvier 2010

**10. Spreads des CDS\* (points de base)  
sur obligations souveraines à cinq ans, 2006 – 2010  
Grèce, Espagne, Portugal, France et Allemagne**



\*CDS : Credit Default Swaps (dérivés de crédit)

Source : Bloomberg LP, janvier 2010

## Dynamiques des déficits et balance structurelle\*

Une analyse strictement quantitative est trop incomplète pour rendre une image fidèle de la santé économique d'un État et de la pertinence de son action budgétaire. Si l'ampleur des déficits publics – et, corrélativement, l'endettement net déjà accumulé – donne une première idée de la marge de manœuvre dont disposent les gouvernements, elle ne saurait en fournir une clef de lecture suffisante.

**Il est de « bons » déficits comme il est de « mauvais » excédents : la source et le volume total des ressources investies dans l'action publique n'ont de sens qu'à la lumière de leur emploi. Aussi, une balance fiscale négative n'est-elle pas nécessairement condamnable, pourvu que le produit des dettes contractées aujourd'hui, investi avec discernement, sème les germes d'une productivité et d'une compétitivité futures accrues, génératrices à terme de nouvelles recettes fiscales.**

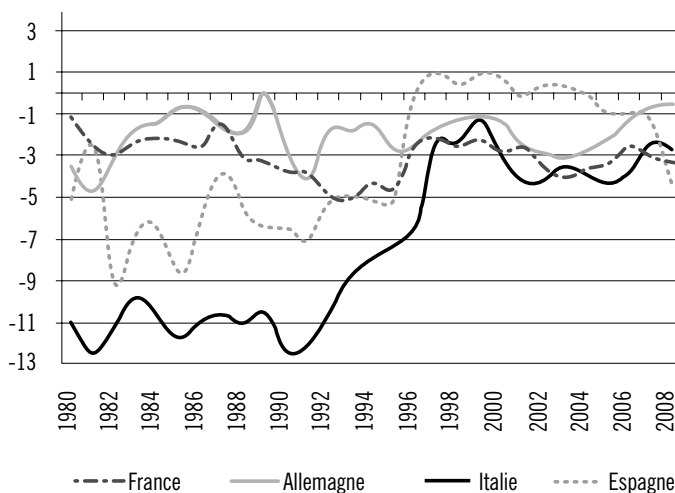
Il existe de plus une autre différence entre déficits conjoncturels et structurels. Une situation budgétaire sera dite conjoncturelle si elle est proportionnée au taux de croissance, tandis qu'une situation budgétaire structurelle ne dépend pas du climat économique ambiant, mais relève davantage de facteurs tels qu'un appareil administratif trop coûteux ou une dette au service trop lourd. Une *balance budgétaire\* procyclique\** – susceptible de conduire à des déficits conjoncturels parfois importants – peut paradoxalement être un signe de vitalité et d'élasticité du tissu économique. Un déficit est donc considéré comme structurel si le poids de la dépense publique excède les ressources que peut escompter percevoir le gouvernement – lorsque, en d'autres termes, « l'État vit au-dessus de ses moyens ».

La part de l'impact structurel sur les comptes publics nationaux au sortir de la crise est variable<sup>20</sup> et les pays de la zone euro présentent là aussi d'importantes divergences (cf. graphique 11) :

---

<sup>20</sup> Le déficit budgétaire américain, par exemple, une fois corrigées les variations dues au cycle économique, affiche toujours une nette dégradation sur les deux dernières années, passant de -1,4 % du PIB (potentiel) en 2007 à -5 % environ en 2009, portant à près de sept points l'impact (strictement conjoncturel) de la crise financière. La situation britannique est, à cet égard, plus inquiétante, puisque l'écart entre balance structurelle et balance effective n'est guère que d'un point et demi, cette première s'étant fortement creusée depuis le début de la décennie et ayant atteint le niveau de -9.0 % en 2009 pour demeurer, d'après les estimations du FMI, nettement négative pendant les années à venir. Trois points, de la même façon, seraient dus exclusivement à la crise économique dans les comptes publics japonais, la balance structurelle s'établissant à -7,5 % environ.

### 11. Balance budgétaire structurelle (en % PIB potentiel) 1980 – 2008 France, Allemagne, Italie et Espagne



Source : Fonds monétaire international, World Economic Outlook, 10/2009

- La *balance structurelle\** espagnole a plongé entre 2007 et 2009 pour atteindre  $-8,7$  % du PIB en 2009, contribuant à un déficit anticipé de  $12,3$  % à peu près – soit un impact conjoncturel d’un peu plus de quatre points.
- L’Allemagne, au contraire, maintient cet écart à moins de deux points, avec un déficit attendu initialement à  $4$  % (puis corrigé d’un point à la baisse en décembre) et une *balance structurelle\** estimée à  $-2$  % en 2009.
- La France, quant à elle, occupe sur ce terrain une position intermédiaire, un déficit de  $8$  % minorant de quatre points environ la *balance structurelle\**, d’après les estimations du FMI<sup>21</sup>.

Un déficit budgétaire principalement dû à une conjoncture défavorable – laissant la *balance structurelle\** proche de l’équilibre – a donc naturellement vocation à se redresser avec le retour de la croissance. Des choix politiques malheureux ou une crise prolongée peuvent tout aussi bien avoir des conséquences secondaires plus

<sup>21</sup> Cependant, la plupart des instituts de conjoncture l’estiment plutôt à  $-5$  % environ.

dangereuses comme un plan de relance d'inspiration keynésienne trop appuyé, installant un soutien public à la demande dont elle se passera difficilement par la suite. De même, la simple augmentation du niveau d'endettement du pays – et le nécessaire renchérissement du coût des intérêts qui en résultent (en valeur absolue comme à la marge) illustrent la possible transformation d'un choc conjoncturel en fardeau structurel.

Un ratio initialement maîtrisé entre *balance structurelle*\* et déficit constaté au lendemain d'une crise aura tendance à se dégrader en cas de prolongement de la tourmente économique et/ou en l'absence d'une politique budgétaire suffisamment disciplinée. Ainsi, l'évolution observée et attendue des *balances structurelles*\* révèle des failles plus profondes encore au sein de la zone euro : la balance italienne devrait s'affaïsser encore davantage, excédant –5% en 2014 d'après les estimations du FMI, stigmatisant une incapacité chronique à contenir les dépenses publiques, tandis que la *balance structurelle*\* allemande, aujourd'hui faiblement déficitaire – au regard des moyennes internationales – devrait retourner à l'équilibre sous cinq ans.

Alors qu'une crise mondiale, aux effets très comparables d'un pays à l'autre au sein de la zone euro, et des plans de relance reposant sur les mêmes principes ont censément contribué à rendre ces économies plus synchrones et à engager les comptes publics sur des trajectoires parallèles, comment expliquer des impacts structurels aussi divergents ?

## CHAPITRE III

---

### UN RISQUE MAJEUR : LA DIVERGENCE DES POLITIQUES FRANÇAISE ET ALLEMANDE

#### **Situations budgétaires comparées et trajectoire des politiques publiques**

Les États qui entourent la France et l'Allemagne sont généralement plus lourdement endettés, dotés de *balances budgétaires\** moins robustes et sujets à des dynamiques d'inflation marginalement plus volatiles. Leur sort est conditionné à l'architecture de l'union monétaire et à la solidité du tandem que forment Paris et Berlin. La disparité des situations budgétaires au sein de la zone euro est trompeuse puisque la réponse des États à la crise financière et l'évolution de leurs finances publiques dépendent de leur place par rapport au pôle rhénan.

La promotion d'une reprise durable sur le continent et la relance du projet européen passent donc nécessairement (comme le soulignait une Note récente de l'Institut Montaigne<sup>22</sup>) par un renforcement de ce pôle central franco-allemand. La mise en phase de la zone euro avec ce pôle par stabilisation du cercle méditerranéen (et, dans une moindre mesure, oriental) ne pourra s'opérer qu'en prenant appui sur une pierre angulaire solide. **Une divergence durable, même faible, des politiques économiques allemande et française pourrait enrayer la reprise dans l'Eurogroupe. Se poserait alors la question de son avenir<sup>23</sup>.**

En dépit de positions globalement alignées des exécutifs français et allemand depuis les sommets du G-20 de Londres (mars 2009) puis de Pittsburgh (septembre 2009), force est de constater que les initiatives prises de part et d'autre du Rhin n'œuvrent pas systématiquement au rapprochement durable des deux économies. Au-delà de soutiens au secteur financier et d'aides à la demande à géométrie variable, un découplage budgétaire pourrait éloigner la France de l'Allemagne. Des plans de relance aux impacts potentiellement asymétriques pourraient creuser l'écart entre les *balances structurelles\**, mettant à mal le ressort principal de la monnaie unique.

---

<sup>22</sup> « Entre G2 et G20 : l'Europe face à la crise financière », septembre 2009.

<sup>23</sup> Voir « Diverging deficits could fracture the eurozone », Wolfgang Münchau, *Financial Times*, 4 octobre 2009 ; « Franco-German marriage of convenience » Wolfgang Münchau, *Financial Times*, 15 novembre 2009.

## Entre Plan de relance et Emprunt national : un programme français en deux temps

**La réponse française s'articule en deux grands axes que sont le Plan de relance, soutien de court terme à la consommation et à l'emploi annoncé dès décembre 2008, doté d'une enveloppe totale de 26 milliards d'euros, et l'investissement du produit de l'Emprunt national, d'une valeur nette de 35 milliards d'euros, destiné à promouvoir la croissance de long terme par la recherche et l'innovation.**

De l'avis général, un premier volet de ce programme d'action très structuré semble avoir déjà porté ses fruits, dans la mesure où un renforcement des *stabilisateurs automatiques*\* a considérablement amorti l'impact économique et social de la crise financière. Une série d'initiatives très ciblées, bénéficiant principalement aux ménages les moins aisés, a évité que les subsides ainsi alloués ne soient épargnés (pour maximiser *l'effet multiplicateur*\*). Elles ont maintenu la demande intérieure sous perfusion, alors que partout ailleurs en Europe la consommation s'effondrait. Une hausse de quinze points de l'indemnisation du chômage partiel (et une réduction du délai minimum de cotisation), la création d'une Prime de solidarité active (prélude au Revenu de solidarité active – RSA) et de larges réductions de l'impôt sur le revenu auront donné un surcroît de vigueur à l'économie française. Par ailleurs, des exonérations de charges sociales et des mesures favorables à la trésorerie des entreprises auront, directement et indirectement, profité à un marché de l'emploi durement touché, sans permettre toutefois de prévenir le probable franchissement du seuil des 10 % de chômeurs au sein de la population active dès 2010.

L'emprunt national, quant à lui, vise à redonner la priorité à la croissance de long terme et à redynamiser un potentiel de croissance français menacé d'érosion<sup>24</sup>. Son budget prévu de 22 milliards d'euros, auxquels viendront s'ajouter 13 milliards remboursés par les banques à l'État au titre des fonds propres prêtés au lendemain de la crise de crédit, sera investi principalement dans la recherche et l'innovation, autour de cinq priorités stratégiques (enseignement supérieur et formation, recherche, industrie, développement durable et numérique – priorités dont le périmètre exact et le nombre sont susceptibles d'évoluer). Ses modalités pratiques, définies par une commission d'experts, comprennent aussi bien la refonte de l'architecture du système d'enseignement supérieur et la constitution de fonds de dotation, alloués

---

<sup>24</sup> Comme le montre le déclin de la productivité horaire du travail depuis les années 1980 (passant d'une moyenne de 3,1 % entre 1980 et 1990 à 1,2 % entre 2003 et 2007). Source : *Priorités financées par l'Emprunt national*, 14 décembre 2009, Présidence de la République.



aux institutions d'enseignement et de recherche – et gérés par Bercy –, que le financement des PME innovantes et le déploiement d'un grand projet d'urbanisme<sup>25</sup>.

L'efficacité des programmes initiés dépendra principalement de la qualité des investissements réalisés. Reste que le couplage entre un programme défensif de soutien à la croissance et un plan d'investissement de plus longue portée destiné à renouveler les facteurs de compétitivité est d'une parfaite cohérence. Il a toutes les chances de se révéler très efficace.

Ces programmes, malgré leurs bons résultats observés ou anticipés, n'en ont pas moins un coût certain qui pèsera sur le budget de la France dans les prochaines années. L'accroissement net de l'endettement national, sans une gestion scrupuleuse des dépenses de l'appareil administratif, pourrait remettre en cause les engagements pris par l'État auprès de ses partenaires de l'Eurogroupe, de ses créanciers et des contribuables.

« L'emprunt national  
vise à redonner la  
priorité à la croissance  
de long terme »

Toute nouvelle inquiétude des créanciers de l'État français pourrait se traduire par une vente de papier sur les marchés, par une hausse des taux de référence et par un renchérissement du coût de financement de la dette française

lors des prochaines adjudications. Si les doutes persistent, la France pourrait donc être pénalisée par ses bailleurs de fonds. Plus grave encore : les contribuables eux-mêmes pourraient tout à coup adopter une attitude défiante, épargnant les ressources temporairement mises à disposition par le gouvernement dans le cadre des plans de relance afin de faire face à une hausse des prélèvements jugée inéluctable : un tel comportement constitue sans doute le plus grand risque pour l'heure (comportement que les économistes appellent *ricardien*\* – du nom de l'économiste anglais David Ricardo). À l'encontre de l'effet recherché par le gouvernement, une action budgétaire trop ambitieuse pourrait avoir une utilité plus réduite, sans pour autant que son impact net sur le passif public s'en trouve amoindri.

Fort heureusement, l'État français a pour le moment su préserver intact son capital

<sup>25</sup> Le budget de l'Emprunt national sera géré dans une logique de concentration des moyens sans grever les comptes publics, les ressources en étant déployées sous forme de prêts, de prise de participation et de dotation de fondations et les intérêts dus au titre des 22 milliards levés sur les marchés de capitaux étant financés par une réduction des dépenses courantes de l'État.

de crédibilité auprès des investisseurs. La réduction du déficit de cinq points de PIB en trois ans annoncée par Bercy – équivalente à un montant total de 100 milliards d’euros – donne la mesure des ambitions du gouvernement. L’hypothèse d’un enfermement des pouvoirs publics français dans un cercle vicieux reste pour le moins très théorique. Certains indices démontrent cependant qu’un tel risque pourrait devenir nettement moins immatériel à relativement brève échéance si l’extrême nervosité des marchés perdure. L’Emprunt national, dont l’annonce avait tout d’abord été accueillie par les marchés avec une certaine anxiété<sup>26</sup>, a su convaincre par la clarté de ses ambitions et la rigueur de sa réalisation prochaine. Une humeur plus inquiétante commence à faire surface du côté des contribuables : un sondage réalisé par l’institut britannique *Harris Interactive* pour le *Financial Times* (édition du 28 décembre 2009) révèle que les Français sont, de toutes les populations interrogées – Américains, Britanniques, Allemands, Italiens, Espagnols – à la fois les plus inquiets quant à leur devenir matériel pour la décennie qui s’ouvre et les moins satisfaits de l’évolution de leur niveau de vie au cours des dix dernières années. Un total de 44 % de la population nationale se déclarerait « pessimiste » quant à son avenir proche, un résultat qui en dit long sur la confiance des Français dans une reprise durable.

## 12. Plan de relance et Emprunt national : consolidation

	Milliards d’euros	% PIB (2008)
<b>Plan de relance</b>	38,7	1,98 %
Investissement public	11,7	
Entreprises et emploi	19,4	
Solidarité, logement	4,6	
Fonds stratégique d’investissement	3	
<b>Emprunt national</b>	35	1,79 %
Enseignement supérieur et formation	11	
Recherche	8	
Filières industrielles et PME	6,5	
Développement durable	5	
Numérique	4,5	

Source : DGTPE, ministère du Budget, des Comptes publics  
de la Fonction publique et de la Réforme de l’État

<sup>26</sup> Ce dont témoigne la note publiée par l’agence *Moody’s* le 17 novembre 2009.

## Stabilité dynamique et procyclicité en Allemagne – un budget fédéral renouvelé

La situation allemande est bien différente. Si les initiatives allemande et française sont bien de nature comparable, leurs modalités divergent. **Dans l'ensemble, les pouvoirs publics allemands se sont montrés avant tout soucieux de préserver leur marge de manœuvre pour l'avenir – n'engageant que très peu de dépenses nettes et irréversibles à court terme – privilégiant les effets d'annonce et la gestion des anticipations<sup>27</sup>.**

L'Allemagne, dont la croissance est très dépendante des exportations de biens d'équipement, a été particulièrement pénalisée par le ralentissement du commerce mondial et la chute précipitée de la production industrielle, suite à un brusque processus de déstockage. La très faible progression des recettes fiscales, en hausse de 3 % seulement en 2008, associée à une très forte hausse des dépenses publiques, dues principalement aux licenciements, a envoyé des signaux auxquels les autorités fédérales ont répondu avec pragmatisme mais précaution. Une réponse immédiate d'une taille relative a ainsi été votée<sup>28</sup> – représentant à peu près 1,5 % du PIB – principalement favorable au secteur-clef des exportations, dotée d'une enveloppe extraordinaire de 82 milliards d'euros et de nouvelles lignes de crédit public s'élevant à 100 milliards d'euros.

À ce premier volet se sont rapidement ajoutées des initiatives destinées à contrer la délitescence des bilans des banques, nettement plus exposées au marché hypothécaire américain et aux produits structurés réputés « toxiques » que ceux de leurs consœurs européennes, notamment françaises<sup>29</sup>. La constitution en urgence de la SoFFin (*Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung*), structure de « lissage » des pertes comptables subies par les institutions allemandes<sup>30</sup>, a fait l'objet de certaines critiques. Si cette entité avait, comme la Société de financement de l'économie française – SFEF, pour rôle de se substituer à une prise de participation directe

<sup>27</sup> L'économie allemande bénéficie très largement des plans de relance de ses partenaires commerciaux de l'Eurogroupe : l'incitation de Berlin à mettre en œuvre un coûteux plan de relance s'en trouve considérablement amoindrie.

<sup>28</sup> Le caractère précautionneux des politiques engagées tient moins aux montants investis ou garantis qu'à la faiblesse de la relance fiscale et du soutien à la demande.

<sup>29</sup> Problème particulièrement sensible dans les institutions régionales (*Landesbanken*) auxquelles le retrait – imposé par Bruxelles – de tout soutien public aurait souvent pu être fatal, du fait d'un déséquilibre entre rendements des actifs en portefeuille, d'une part, du coût du financement, d'autre part.

<sup>30</sup> Par soustraction des actifs les plus lourdement décotés aux règles de *mark-to-market*, imputant lesdites pertes à l'État de façon seulement temporaire.

(solution britannique) presque systématique et souvent majoritaire<sup>31</sup> au capital de ces institutions, elle n'avait pourtant pas vocation à intervenir de plain-pied dans leur financement. Les estimations du FMI et de la BCE ayant déjà souligné la situation particulièrement sensible des établissements de crédit allemands, l'incompréhension des analystes et, plus généralement, du public devant des mesures en apparence aussi pusillanimes était légitime.

Mais c'est la faiblesse, surtout, des mesures fiscales et du soutien direct à la demande domestique (limité à 50 milliards d'euros en janvier 2009), pourtant considérée comme le véritable talon d'Achille de l'économie allemande, qui a fait l'objet des jugements les plus sévères. La récente révision à la hausse par la BCE des dépréciations subies par les banques européennes entre 2008 et 2010, dont le total s'établit désormais à plus de 550 milliards d'euros, aurait pu donner raison à ces critiques.

Il est vrai que l'administration Merkel se trouvait alors devant un dilemme aigu : prise, « entre le Charybde de la facilité » – un plan de relance plus vigoureux et populaire, à la veille d'élections générales (en septembre 2009), mais aussi plus coûteux à terme – « et le Scylla du découragement » – une action insuffisante pour panser les plaies infligées à l'économie nationale. La mise en place de nouvelles réductions d'impôts promises pendant la campagne, à hauteur de 8,5 milliards d'euros<sup>32</sup>, mesures d'accompagnement modestes mais accueillies avec soulagement au moment où la production industrielle, pourtant repartie à la hausse depuis le premier trimestre, donnait de nouveaux signes de faiblesse<sup>33</sup>.

Très critiquée pour son manque de réactivité face à une crise historique pendant toute la première moitié de l'année 2009, l'Allemagne serait-elle en passe de tomber avec complaisance dans la surréaction ? Des gages tangibles témoignent, tout au contraire, de la juste mesure d'une politique budgétaire allemande continûment rigoureuse, sans pour autant qu'elle s'interdise un certain opportunisme. Les travaux préparatoires au budget 2010, présentés en décembre 2009 par Wolfgang Schäuble, ministre fédéral des Finances, annoncent une radicale hausse des prélèvements

---

<sup>31</sup> Contrairement à ce qui fut parfois fait dans des cas extrêmes, comme celui de Bayern LB ou de West LB, recapitalisées en hâte et nanties de fortes garanties par leur région de tutelle.

<sup>32</sup> Cette mesure devrait s'accompagner, dès 2010, d'exonérations sur l'impôt sur le revenu de l'ordre de 19 milliards d'euros.

<sup>33</sup> Les nouvelles commandes accusant un effritement de l'ordre de 2,1% entre septembre et octobre 2009 – un signal plus qu'un fait aux conséquences durables, puisque, même ainsi, la progression depuis février reste de 17 %.

à terme, pour contenir un déficit public toujours attendu au-delà de 85 milliards d'euros, mais auquel devra être ajoutée une charge exceptionnelle de 14,5 milliards, due aux dernières interventions fédérales en date. Le plan de réduction ininterrompue des dépenses publiques jusqu'en 2016 contraint le gouvernement à améliorer les comptes publics de 10 milliards d'euros annuellement jusqu'à cette échéance. Le recours à des mesures « extraordinaires » devrait rapidement s'imposer.

C'est pourtant une autre initiative, prise par la précédente coalition – et étrangement peu commentée hors d'Allemagne – qui constitue désormais la clef de voûte de

## « Améliorer les comptes publics de 10 milliards d'euros annuellement »

la stratégie de Berlin : en juin 2009, la décision d'inscrire dans la Constitution un plafonnement des déficits à 0,35 % du PIB à compter de 2016 – sauf en cas de « circonstances exceptionnelles » – au niveau fédéral, puis, à partir de 2020, d'interdire purement et

simplement tout budget déficitaire au niveau régional. L'objectif recherché semble être double :

- ancrer immédiatement les anticipations des investisseurs, rempart érigé autour de la signature allemande, d'une part,
- tracer, d'autre part, une dynamique budgétaire *procyclique*\* pour faire tactiquement coïncider l'entame du processus de relèvement de la *balance structurelle*\* et de désendettement avec la reprise<sup>34</sup>.

Le FMI – dont les récentes prévisions anticipent un retour de l'Allemagne à un équilibre budgétaire dès 2014 – semble accorder sa confiance à ce dernier scénario.

Pour autant, cette initiative s'accompagne de risques importants – pour la République fédérale mais aussi pour l'Eurogroupe dans son ensemble. En cas d'essoufflement de la croissance (qu'anticipent encore de nombreux instituts de

---

<sup>34</sup> L'accroissement des besoins financiers des États a occasionné un raccourcissement des maturités moyennes des dettes publiques. Pour engager l'effort de relance, les gouvernements ont dû lever des capitaux à court terme. Si la dette extérieure de court terme (remboursable sous douze mois) de l'État fédéral ne représentait que 4,8 % du stock total en 2007, ce chiffre s'élevait à près de 10 % au deuxième trimestre de 2009. Ces statistiques, en France, s'établissaient à 9,1 % et 16 % respectivement. Le refinancement d'un tel stock de dette implique une fréquence d'émissions plus élevée. Le retour d'excédents budgétaires en Allemagne ne permettra qu'un désendettement net très progressif.

recherche) le gouvernement serait contraint, pour respecter cette règle de conduite auto-imposée, d'infliger au budget des tailles sèches d'autant plus douloureuses qu'elles devront également compenser la perte (conjoncturelle) de recettes fiscales. Une croissance anémique, probablement couplée à des pressions déflationnistes, menacerait dans cette hypothèse de plonger l'Allemagne dans une crise plus grave que celle de ces derniers mois. Cette décision pourrait marquer le franchissement d'un cap économique dans la zone euro<sup>35</sup>.

### 13. Comparaison franco-allemande des recettes, dépenses et dettes des administrations publiques en 2008

	France	Allemagne
Recette des administrations publiques (en % du budget étatique)	49,30 %	43,90 %
Dépenses des administrations publiques (en % du budget étatique)	52,70 %	43,80 %
Dettes des administrations publiques (en % du PIB)	68,10 %	65,90 %
Indicateur de soutenabilité S2 <sup>(*)</sup>	3	1,3

Source : DGTPE, ministère du Budget, des Comptes publics de la Fonction publique et de la Réforme de l'État

(\*) : quantifie l'amélioration immédiate et pérenne du solde primaire structurel nécessaire pour faire face aux besoins de financement futurs sans augmenter la dette. S2 dépend donc de la situation budgétaire initiale et de l'intensité des éventuelles hausses de dépense à venir (vieillesse de la population...). Plus S2 est élevé plus l'effort de redressement budgétaire à opérer est important.

## Un risque explicite pour la zone euro

Si la relance du moteur de croissance de la zone euro tout entière tient au prompt redressement de la France et de l'Allemagne, la cohérence de l'union monétaire dépend, quant à elle, du maintien d'un couplage budgétaire fort entre Paris et Berlin.

<sup>35</sup> Les conclusions que livrera le groupe de travail chargé par l'Élysée d'étudier la pertinence d'une règle d'équilibre des finances publiques décideront de l'orientation suivie par la France – se conformant au modèle allemand ou préférant se ménager une plus grande latitude.

Au lendemain de la crise financière, la France a fait le choix d'une politique à court terme résolument *contre-cyclique\**, misant sur un renforcement de ses *stabilisateurs automatiques\**, alors que l'Allemagne paraît avoir suivi la route opposée de la procyclicité.

À plus long terme, la volonté de convergence est cependant évidente : en témoignent l'annonce par Bercy d'importantes réductions des dépenses ainsi que les chantiers ouverts par la conférence organisée le 28 janvier 2010 à l'Élysée qui pourraient conduire à l'adoption de plafonnements « à l'allemande ». Cependant, la France et l'Allemagne ont besoin de garanties encore plus solides et de nœuds plus indissolubles.

**Un nouveau désaccord persistant en matière budgétaire entre les deux partenaires du pôle rhénan pourrait accroître le caractère *asymétrique\** des chocs futurs, frustrant les pays membres d'une politique monétaire commune adéquate et remettant en cause la raison d'être de l'édifice européen.**

PARTIE III

POUR UN COUPLAGE  
BUDGÉTAIRE  
FRANCO-ALLEMAND  
À TRAVERS LA CRÉATION  
D'UN EUROBOND



## CHAPITRE I

---

# POUR UN COUPLAGE EFFICACE DES POLITIQUES FRANÇAISE ET ALLEMANDE

### **Ambitions**

Au-delà des similitudes entre les leviers actionnés par la France et l'Allemagne en réponse à la crise financière de 2008 et des volontés affichées de part et d'autre du Rhin, des orientations budgétaires divergentes, particulièrement menaçantes pour la pérennité de la politique monétaire commune, restent à craindre. Des finances publiques découplées, reposant pour l'Allemagne sur un programme *procyclique\** d'équilibre et de désendettement, pour la France sur des supports *contre-cycliques\** de stabilisation, conduiront nécessairement à des réactions opposées dans les deux pays face aux chocs économiques à venir. Cet effet, s'il n'est pas nécessairement nuisible à la complémentarité commerciale des deux partenaires, remet toutefois directement en cause la pertinence de la zone euro.

L'Institut Montaigne plaide depuis plusieurs années déjà en faveur d'un rapprochement économique, politique et culturel de l'Allemagne et de la France. Les lézardes qui se dessinent peu à peu sur les murs de l'édifice européen sont incompatibles avec cette vision. Cette *Étude* entend porter une série de propositions destinées à restaurer tout d'abord un couplage des politiques économiques française et allemande (nécessaire au bon fonctionnement de l'Eurogroupe), à renouveler ensuite les dispositifs institutionnels en vigueur entre États membres en traçant les contours de mécanismes innovants de gestion du passif public.

## **Réactivité, coordination, crédibilité : trois piliers pour une politique budgétaire rhénane**

Les récentes inquiétudes des détenteurs de papier souverain grec ont mis en évidence le rôle clef joué par les anticipations en matière de dette publique et de financement externe des déficits. C'est la réputation – le « crédit » – dont jouit un emprunteur qui déterminera la facilité avec laquelle il pourra contracter de nouvelles dettes et le coût auquel l'opération se réalisera<sup>36</sup>.

Le crédit accordé par les marchés à un emprunteur souverain dépend donc avant tout d'anticipations. Celles-ci pourront soit reposer sur un historique irréprochable, vierge de tout défaut, soit sur une action publique convaincante que les investisseurs estiment capable d'atténuer les tensions budgétaires et d'éviter qu'elles ne s'aggravent au point d'empêcher l'emprunteur d'honorer ses dettes. Le cas de l'Eurogroupe est en cela très particulier. S'agissant d'une zone monétaire unifiée, adossée à une union économique et politique, le jeu d'anticipations se dote d'un degré de complexité supplémentaire : l'existence d'une banque centrale et d'une monnaie commune rend problématiques les conséquences d'un défaut, une crise de crédit appelant inmanquablement une crise de change – dans ce cas partiellement « injustifiée » puisque la santé financière des autres États membres n'est pas mise en cause. Les conséquences d'un défaut souverain au sein de la zone euro précipiteraient l'ensemble du groupe – et plus largement, le continent tout entier – dans des eaux trop tumultueuses : tout devrait être mis en œuvre afin d'éviter un tel scénario.

**Trois vecteurs permettent d'orienter le plan de l'action budgétaire dans la zone euro et d'établir un cercle vertueux : réactivité, coordination, crédibilité.** Les paragraphes suivants explicitent chacun de ces termes et en illustrent les ressorts.

### **Réactivité**

Comme le souligne la première partie de cette *Étude*, l'une des principales différences entre la Grande Dépression des années 1930 et la « Grande récession » dont le monde peine à émerger au seuil de 2010 est la détermination avec laquelle les pouvoirs publics sont intervenus. Une politique budgétaire ne saurait être efficace que si elle est véritablement préventive : *procyclique*\* pour augmenter les recettes fiscales

---

<sup>36</sup> Cette dernière variable résulte du cumul du taux réputé sans risque et d'une prime propre à l'emprunteur, rémunérant l'éventualité d'un défaut.

en phase d'expansion et procéder au désendettement public, *contre-cyclique\** en phase de contraction pour endiguer les effets pervers d'une érosion de la croissance, de la consommation et de l'emploi. Le redressement des *balances structurelles\** n'a d'autre objectif que de laisser aux gouvernements le volant nécessaire à un éventuel changement d'orientation pour endiguer les effets d'une conjoncture défavorable.

**Au sein de la zone euro et plus particulièrement au niveau franco-allemand, il est urgent de parvenir à une plus grande souplesse budgétaire.** Si la vitesse de réaction des gouvernements lors de la dernière crise et particulièrement du côté français fut

« La réactivité des politiques budgétaires ne peut donc être préservée qu'au prix d'une réduction des déficits structurels »

un adjuvant décisif, le découplage initial des politiques conduites de part et d'autre du Rhin n'a fait qu'ajouter, *in fine*, à la difficulté de l'exercice de relance. Chaque nouvelle secousse économique risque d'entraîner une réponse monétaire commune à laquelle chaque pays doit s'adapter au travers d'ajustements budgétaires nationaux temporairement utiles, mais à terme contre-productifs,

aucune vision ambitieuse ne pouvant s'accommoder de soubresauts permanents. La réactivité des politiques budgétaires ne peut donc être préservée qu'au prix d'une réduction des déficits structurels – laquelle présuppose une plus étroite coordination entre les gouvernements.

## Coordination

La coordination des politiques budgétaires française et allemande, puis, plus largement, au sein de la zone euro, peut essentiellement prendre appui sur une gestion concertée des actifs et/ou des passifs publics. Une coordination conduite par l'actif constitue une solution déjà bien connue, quoique toujours en attente de réalisation tangible : le lancement de projets industriels communs, la construction d'infrastructures énergétiques, de transport ou de communication transfrontalières, par exemple, pourraient avantageusement œuvrer dans ce sens<sup>37</sup>.

---

<sup>37</sup> La Note de l'Institut Montaigne « Du G2 au G20, l'Europe face à la crise financière » publiée en septembre 2009 dresse une liste de projets concrets dont la mise en œuvre n'attend que l'aval des pouvoirs publics.

Cette coordination peut tout aussi bien être conduite depuis le passif du bilan public. La méthode précédemment décrite soutenait implicitement l'hypothèse suivant laquelle « les dépenses conditionnent les ressources » – donc que des projets communs à la France et à l'Allemagne en synchronisant les besoins financiers des deux États aboutiraient, tôt ou tard, à des ressources communes, ou du moins à des recettes alignées. Une gestion par le passif, renversant la logique de ce raisonnement, retient que des ressources (et des échéances) communes incitent, tôt ou tard, à aligner les dépenses et à syndiquer les investissements.

Un retour sur le cas grec illustre les insuffisances du système actuel et indique une première piste de réforme. Les commentaires du président de la *Bundesbank*, Axel Weber, du président de l'Eurogroupe, Jean-Claude Juncker, et du Premier ministre de Suède

« Une réforme du Pacte de stabilité et de croissance comme des mécanismes de garantie est donc nécessaire et urgente »

(pays n'appartenant pas à la zone euro), Fredrik Reinfeldt, ont souligné le caractère avant tout domestique de la crise grecque et ont écarté plus ou moins explicitement toute intervention d'un État membre<sup>38</sup>. Ils n'ont fait que renforcer l'angoisse des marchés et ont contribué à creuser le différentiel entre les taux de référence grec et allemand de près d'un point et demi en l'espace de quelques jours à peine.

Accessoirement, malgré la normalisation des taux grecs qu'a occasionnée l'annonce d'une garantie solidaire explicite – tout aussi insatisfaisante – entre États membres, il est possible qu'Athènes soit déjà défaillant, à en croire les entreprises pharmaceutiques auxquelles le gouvernement grec a négligé de verser environ 7 milliards d'euros<sup>39</sup>.

La solution par défaut d'une garantie solidaire entre États, censément conditionnée à un redressement des finances publiques de l'émetteur fautif, est à l'évidence beaucoup trop asymétriquement contraignante pour convaincre. Le gouvernement bénéficiaire de la garantie n'a rien à gagner d'une cure d'austérité qu'il ne se sent pas obligé d'appliquer

---

<sup>38</sup> Position ensuite rejetée le 28 janvier 2010 par le président Barroso – vraisemblablement pour limiter le risque de contagion, à l'heure où la solvabilité du Portugal est elle aussi sujette à caution.

<sup>39</sup> D'après un rapport publié le 31 octobre 2009 par l'Association grecque des entreprises pharmaceutiques (*A Report on Public Hospitals' Debt Towards SFEE's Member Companies*, HAPC), 3,5 milliards d'euros étaient impayés par les hôpitaux grecs en octobre 2009, chiffre qui s'élevait à 7 milliards d'euros pour l'ensemble du secteur public de la santé à la fin de l'année 2009, d'après les informations du *Financial Times* (c.f. édition du 16 décembre 2009).

à la lettre (surtout à l'approche d'une période électorale). A l'inverse, les garants ont tout à perdre d'un défaut du bénéficiaire de la garantie, si bien que leur menace d'abandon n'est pas crédible. Le net repli de l'euro sur le marché des changes depuis l'amorce de la crise grecque l'illustre clairement. Une garantie solidaire entre États membres n'est donc pas un mécanisme efficace, puisqu'elle encourage les gouvernements à conduire une politique budgétaire en fonction de paramètres strictement domestiques, comptant sur une intervention des autres membres de la communauté en cas de tension : à terme, ce sont les finances de tous les États de l'union qui risquent de se dégrader.

Le maintien du Pacte de stabilité et de croissance sous sa forme actuelle, complété par une garantie solidaire des passifs nationaux peut conduire l'Eurogroupe vers deux équilibres différents :

- un attelage de plus en plus hétérogène, injuste et inefficace, l'absence de rigueur budgétaire des uns se traduisant par une dépendance accrue à la discipline des autres ;
- un progressif morcellement de l'Eurogroupe, voire la sortie des États membres les plus vertueux, souhaitant préserver leur qualité de crédit.

À l'évidence, aucune de ces deux options n'est acceptable : une réforme du Pacte de stabilité et de croissance comme des mécanismes de garantie est donc nécessaire et urgente.

**La création d'un instrument d'endettement, commun dans un premier temps à la France et à l'Allemagne, puis progressivement étendu à l'ensemble de la zone euro, présenterait de nombreux avantages. Une telle initiative faciliterait avant tout la coordination des politiques budgétaires grâce à un renforcement de leur crédibilité individuelle.**

## Crédibilité

Une politique budgétaire ne peut être efficace que si elle est crédible au niveau domestique comme au niveau international. En effet, la multiplication de plans de relance aux objectifs jugés trop vagues, trop lointains ou à la réussite trop incertaine risque d'inciter les ménages et les entreprises à privilégier l'épargne au détriment de l'investissement et de la consommation – bridant à coup sûr (du fait de l'érosion du *multiplieur*\* monétaire) l'effet recherché par l'initiative en question – initiative dont le coût pèsera néanmoins sur les comptes publics. Symétriquement, une perte

de confiance des investisseurs internationaux, détenteurs d'obligations souveraines, se traduirait par un renchérissement du coût du crédit pour l'émetteur et accroîtrait la probabilité de défaut sous l'effet d'un alourdissement du service de la dette.

La politique d'un État membre sera crédible dans deux cas :

- une première hypothèse veut que tous les membres demeurent individuellement vertueux dans la gestion de leurs finances publiques, réduisant leur propre déficit structurel. Cette solution reste très imparfaite, en raison de la procyclicité qui devra présider à la phase d'ajustement et de l'impact ambivalent d'une politique monétaire commune, à l'origine de chocs potentiellement déstabilisateurs ;
- une deuxième solution, tout à la fois plus réaliste et plus efficace, voit se substituer au Pacte de stabilité et de croissance un mécanisme de planification et de coordination contraignant, satisfaisant le troisième critère d'optimalité défini par Mundell (l'existence d'un mécanisme de transfert).

Un instrument d'endettement supranational doublé d'un système de redistribution maintiendra les avantages dont bénéficiaient les membres de l'Eurogroupe avant la crise financière – essentiellement, un coût de financement réduit – tout en abaissant le risque d'aléa moral des États les moins rigoureux. Le caractère nécessairement contraignant de cet outil garantit sa fiabilité : toute déviation individuelle d'un État membre se comportant en « passager clandestin » (*free rider*) est automatiquement corrigée par le double effet d'une privation de capitaux levés et d'un inévitable redressement de la balance fiscale domestique<sup>40</sup>. Un programme de rigueur, suffisant pour assurer le remboursement des avances accordées mais éventuellement étalé dans le temps pour éviter d'étouffer la croissance, serait alors élaboré avec les partenaires européens de l'État concerné. L'Eurobond constituerait en cela un double rempart contre un défaut individuel et contre l'application d'une politique trop brusque – économiquement désastreuse – pour satisfaire les attentes des créanciers internationaux.

**Une telle solution, crédible car coordonnée, faciliterait l'assainissement des finances publiques dans l'ensemble de la zone euro tout en laissant aux emprunteurs une marge de manœuvre appréciable, fondatrice de politiques budgétaires réactives et crédibles.**

---

<sup>40</sup> Une hausse de la pression fiscale et une baisse des dépenses étant le seul recours dont dispose alors le gouvernement pour financer son budget.

## CHAPITRE II

---

### MODALITÉS PRATIQUES DE MISE EN ŒUVRE

#### **Pilotage budgétaire par l'actif : investissements et harmonisation des recettes**

**La première approche considérée repose sur une coordination des politiques budgétaires par l'actif : lancement d'investissements communs et rapprochement des recettes.**

Les investissements communs à la France et à l'Allemagne peuvent s'effectuer et se poursuivre dans de nombreux domaines stratégiques : industrie spatiale, transport et distribution d'énergie, transport autoroutier, recherche et construction d'armements, technologies de l'information, industrie pharmaceutique, médias et communication, etc.

Au-delà de ce premier volet, un couplage des politiques fiscales pourrait également voir le jour. Si un strict alignement des impositions française et allemande ne peut prévaloir, pour l'heure, du fait de besoins spécifiques trop divers et d'asymétries que l'impôt contribue à redresser, certains segments, en revanche, se prêteraient parfaitement à un tel exercice. Si l'impôt sur les sociétés peut constituer un premier terrain d'application, un effort plus vaste d'harmonisation des assiettes (plutôt que des taux, dans un premier temps du moins), contribuerait sans doute efficacement à un rapprochement économique franco-allemand. Les réformes fiscales envisagées de part et d'autre du Rhin devraient fournir aux gouvernements l'occasion idéale de réaliser ces changements.

#### **Pilotage budgétaire par le passif : vers un marché des euro-émissions**

La clef de voûte du nouveau dispositif institutionnel proposé, qui serait introduit en remplacement (progressif) du Pacte de stabilité et de croissance, comprend deux éléments simples que relie un contrat explicite.

**La France et l'Allemagne (puis, dans un deuxième temps, l'ensemble des membres de l'Eurogroupe) s'accorderont tout d'abord sur une stratégie de financement pluriannuel de leur budget et sur l'évolution prévue de leur politique d'endettement. Une fois mutuellement approuvé le montant des ressources additionnelles requises, s'ajoutant aux recettes fiscales, une adjudication d'« Eurobonds», sera entreprise par une agence dédiée – le volume des émissions étant échelonné en fonction d'un programme précis.**

Chaque exercice budgétaire verrait les capitaux ainsi levés reversés aux Trésors nationaux en fonction de cet échancier. De même, la part nécessaire des recettes fiscales domestiques de chaque État serait distribuée à l'agence pour assurer le paiement des intérêts et le remboursement des capitaux dus par l'agence à ses créanciers. En cas de non-respect de cet accord par un État membre, ses pairs solidaires se porteraient garants de sa part – tout en s'arrogeant le droit de soustraire cette « avance de trésorerie » des sommes qui lui seront ultérieurement redistribuées.

Un tel mécanisme aurait d'immenses avantages. L'Eurobond serait, d'un point de vue technique, particulièrement favorable à l'équilibre des marchés souverains. Tout en assurant aux États membres les mieux notés le bénéfice d'une parfaite liquidité (vraisemblablement meilleure que celle dont disposerait leur propre papier, ce dont les deux adjudications allemandes manquées du premier trimestre 2009 convainquent aisément, cf. graphiques en annexe). Et en assurant aux autres États, moins solides, un financement préférentiel, au même taux que leurs pairs les plus vertueux – sans endommager pour autant l'efficacité ni la crédibilité du dispositif.

La syndication des émissions souveraines au sein de l'Eurogroupe empêcherait aussi les États membres de se livrer à une compétition fratricide pour capter la demande nécessairement limitée des investisseurs, entraînant à coup sûr une hausse globale des taux et l'indexation sur l'inflation<sup>41</sup> de plus en plus systématique du papier émis. Il s'agit donc de procéder à des émissions communes pour rendre le financement des États aussi efficace et peu coûteux que possible<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> Indexation dangereuse au lendemain de fortes injections de liquidités.

<sup>42</sup> Le cas grec, une fois encore, est riche d'informations : la situation critique devant laquelle se trouve le gouvernement grec à la fin du mois de janvier 2010 aurait contraint Athènes à se tourner vers les autorités chinoises – fortes alors de réserves estimées à 1 400 milliards de dollars – pour assurer le refinancement de la dette et calmer les craintes du marché. Les fortes variations de rendement du papier grec et l'érosion marquée de l'euro à l'annonce de cette nouvelle indique bien son importance : la possible substitution de la Chine aux partenaires européens de la Grèce mais aussi au FMI comme prêteur de dernier ressort (et comme rehausseur de crédit) révèle un changement profond de l'ordre monétaire international. La nécessité d'opposer un front européen uni grâce à l'Eurobond éviterait à l'un des seize de devenir trop dépendant des capitaux de Pékin – l'appétit chinois en papier souverain influençant les autres investisseurs et dictant le coût de refinancement – tout en facilitant la diversification des réserves asiatiques au profit de l'euro.



Le projet d'Eurobond n'a pas vocation à opérer une confusion des passifs nationaux – donc des endettements souverains – puisque chaque pays conserverait, en temps normal, sa pleine souveraineté financière. **Le recours à un instrument de dette commun et l'adossement d'un titre nouvellement émis aux recettes fiscales des participants, en contraignant les États à respecter leurs engagements, renforcerait la crédibilité de l'action publique et stimulerait une coordination budgétaire indispensable à l'efficacité de la monnaie unique et à la construction de l'édifice européen.**

## Les conditions de la réussite

La création d'un Eurobond ne sera pas, de toute évidence, exempte de toute difficulté. Les risques susceptibles d'apparaître au moment de son introduction sont sensibles. Une hiérarchie mal définie entre papier souverain et Eurobond pourrait se traduire par une confusion des marchés fortement préjudiciable en cas de tension, accélérant

« L'Eurobond serait d'un point de vue technique, particulièrement favorable à l'équilibre des marchés souverains »

un repli vers le papier allemand. Une intégration financière plus poussée mais insuffisamment structurée pourrait aboutir à une augmentation nette du risque systémique et à une hausse du risque de contagion : ainsi, une quasi-défaillance grecque ne provoquerait-elle plus un simple élargissement de l'écart des rendements sur le papier émis par

Athènes par rapport au *Bund*\* allemand, mais une réévaluation des rendements de l'Eurobond.

Les bénéfices de cet instrument excèdent toutefois largement les coûts éventuels à supporter du fait de ces risques – à condition que l'introduction de cet outil s'effectue avec précaution et rigueur.

**Une première phase, strictement franco-allemande, débutera par l'établissement d'une liste de projets d'investissements communs et de long terme – choisis dans le domaine des infrastructures, du transport et de l'énergie, mais aussi de la recherche et de l'innovation.** La sélection de ces projets s'accompagnera de la mise au point d'un échéancier d'investissement commun, explicitement et solidairement adossé aux recettes fiscales des deux pays dans des proportions pouvant correspondre

aux gains attendus (ou aux montants effectivement investis de part et d'autre du Rhin). La préséance donnée à l'Eurobond sur le papier souverain domestique, la création d'une agence d'émission et de gestion supranationale permettront d'engager les premières adjudications sans heurt et de voir coexister sur les marchés de capitaux des OAT\*, des Bunds\* et des Eurobonds sans qu'aucun dommage en puisse résulter. La prééminence des Eurobonds par rapport aux titres nationaux – dont le volume résiduel s'amenuiserait d'année en année – devrait pleinement convaincre les marchés. Des mesures de précaution peuvent également être envisagées : recours au placement privé auprès d'investisseurs souverains en quête de diversification, voire à l'*underwriting*<sup>43</sup>, lors des premières adjudications, substitution accélérée de certains types de papiers nationaux par échange de titres en faveur des Eurobonds, etc.

La deuxième phase, toujours franco-allemande, verra un élargissement progressif du périmètre budgétaire de financement de l'Eurobond : il s'agira d'adjoindre aux projets d'investissement communs les postes de dépense budgétaire (courants) les plus pertinents – les plus comparables et les plus à même de répondre identiquement aux chocs économiques. Le bon déroulement de cette phase critique présupposera un effort de concertation et un agrément mutuel des agendas budgétaires, socle d'une coordination que viendra sceller un outil de financement commun.

**À terme, l'élaboration de budgets coordonnés permettra d'évincer complètement le papier souverain domestique. Un élargissement parallèle du périmètre géographique de l'Eurobond, par adhésion d'autres membres de la zone euro, sera envisageable en conclusion de cette deuxième phase.**

**La crise financière et le surendettement des États peut être l'occasion d'un redémarrage du projet européen, après plusieurs années de stagnation. Répondant au critère de coordination et de redistribution nécessaire à la transformation de l'union monétaire européenne en une zone monétaire optimale (aujourd'hui encore non satisfait), la création de l'Eurobond garantirait l'existence, entre la France et l'Allemagne, d'un couplage budgétaire pérenne : la menace de chocs asymétriques disparaissant, l'efficacité des choix de la BCE s'en trouverait immédiatement renforcée. Une politique monétaire commune efficace restant, comme l'avaient si justement observé les pères fondateurs, le meilleur moyen de dynamiser la croissance.**

---

<sup>43</sup> Processus par lequel un intermédiaire financier exécute une émission de titres pour le compte d'un client. Un contrat d'*underwriting* comprend des garanties quant au succès de l'opération : l'intermédiaire prend à sa charge le risque de placement.

# ANNEXES

## Quelques clefs de lecture

**Balance budgétaire** : solde net des recettes et des dépenses constatées au budget de l'État. Une balance budgétaire négative s'équilibrera par l'emprunt.

**Balance structurelle** : balance budgétaire corrigée des effets conjoncturels, correspondant aux recettes et aux dépenses d'équilibre.

**Bund** : Le *Bund* allemand, instrument de référence sur les marchés de capitaux, est l'un des titres de dette offerts par l'État fédéral. La liste suivante – non-exhaustive – indique leur nom et leur maturité :

- Tagesanleihe (journalière, indéfinie)
- Finanzierungsschätze (un ou deux ans)
- Bundesschatzanweisungen (deux ans)
- Bundesobligationen (cinq ans)
- Bundesschatzbriefe (six ans - type A - ou sept ans - type B)
- Bundesanleihen (dix ans ou trente ans)

**Choc asymétrique** : phénomène macroéconomique exogène produisant des effets différents d'une économie à une autre, en fonction de leurs caractéristiques propres.

**Contre-cyclique** : un phénomène sera dit contre-cyclique si ses effets sont inversement proportionnés à l'évolution de la conjoncture. Une politique – monétaire ou budgétaire – contre-cyclique visera donc à réduire les fluctuations de la croissance.

**Courbe de taux** : courbe indicative du loyer de l'argent sur diverses maturités, à un même instant :

- une courbe normale se caractérise par une pente positive – emprunter sur une longue période est marginalement plus coûteux qu'emprunter sur une période courte ;
- dans le cas contraire, la courbe sera dite inversée – phénomène généralement révélateur d'une dégradation du climat économique et des attentes de croissance. Une courbe de taux inversée décourage, par surcroît, le refinancement des dettes de long terme contractées par les emprunteurs privés, incités à se porter défaillants.

**Effet ricardien** : phénomène souligné par l'économiste anglais David Ricardo (1772-1823), selon lequel la demande serait, à terme, indifférente à la politique

budgétaire dans une économie – la demande excédentaire engendrée par les déficits étant compensée par une augmentation du taux d'épargne des contribuables, anticipant une hausse de la pression fiscale. L'effet ricardien réfute donc l'hypothèse de myopie du secteur privé et remet en question l'efficacité de long terme des politiques budgétaires.

**Mobilité des facteurs** : facilité avec laquelle s'opère l'allocation des facteurs de production sur un territoire. Cette mobilité est variable : le capital est traditionnellement plus mobile que le travail.

**Multiplicateur monétaire** : coefficient de circulation de la monnaie, égal à l'inverse de la tendance marginale à épargner d'un agent économique représentatif. L'injection d'un euro dans l'économie engendre des flux commerciaux (d'une valeur dégressive) plus ou moins importants. Par exemple, un prêt d'un euro à un individu A sera à l'origine d'une première transaction – d'un euro toujours – entre A et B, suivie d'une deuxième d'un montant de 80 centimes, par exemple, entre B et C, puis d'une troisième d'un montant de 64 centimes entre C et D, d'une quatrième d'un montant de 51.2 centimes, etc. Le taux d'épargne marginal, dans ce cas, s'établit à 20 % à chaque étape : le multiplicateur sera donc égal à cinq.

**OAT** : La dette de l'État français comprend majoritairement des OAT ou Obligations assimilables du Trésor. La liste suivante donne un aperçu plus complet des instruments de dette français (et de leur maturité) :

- Obligations assimilables au Trésor – OAT (entre sept ans et cinquante ans) ;
- Bons du Trésor à intérêt annuel – BTAN (entre deux et cinq ans) ;
- Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés – BTF (moins d'un an).

**Procyclique** : un phénomène est dit procyclique si ses effets sont proportionnés à l'évolution de la conjoncture. Une politique – monétaire ou budgétaire – procyclique visera donc à amplifier les fluctuations de la croissance.

**Quantitative easing** : instrument « non conventionnel » de politique monétaire par lequel une banque centrale cherche à accroître la liquidité disponible dans l'économie. La création de monnaie centrale finance l'achat de titres de dette – publics ou privés – et orchestre la compression de leur rendement. Les établissements de crédits, se détournant de ces titres devenus trop faiblement rémunérateurs, sont ainsi encouragés à réallouer une plus grande partie de leur actif aux prêts en faveur du secteur privé. Inaugurées par la Banque du Japon au début des années 2000,

les politiques de *quantitative easing* ont connu un nouvel essor pendant la crise de 2008. Les puissantes tendances inflationnistes qu'elles induisent et les tensions que leur désengagement peut créer en font un outil efficace mais dangereux.

**Redistribution fiscale** : mécanisme par lequel les recettes fiscales prélevées sur une population donnée financent les dépenses réalisées au profit d'une autre. La redistribution fiscale, synonyme de transferts sociaux au niveau national, désigne plus généralement tout instrument de pilotage des ressources budgétaires.

**Spreads de taux** : écart existant entre le rendement de deux emprunts. Généralement, le *spread* de taux souverains se mesure par la différence entre le rendement d'un papier d'État donné et celui d'une référence – le plus souvent américaine ou allemande.

**Stabilisateurs automatiques** : instruments d'une politique contre-cyclique, favorables au lissage de la consommation et de l'emploi, prenant généralement la forme d'importants programmes sociaux.

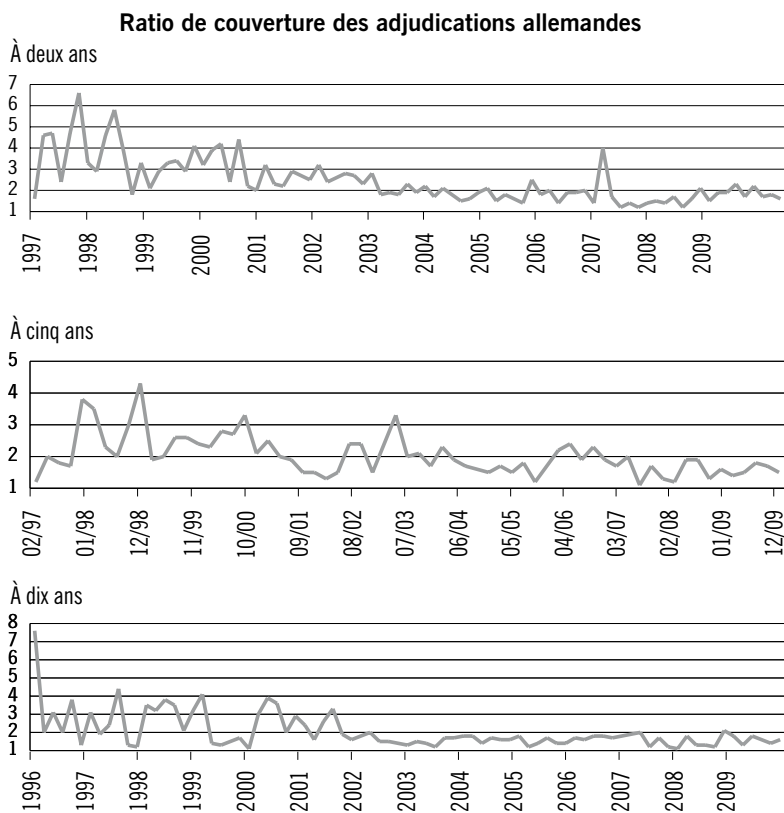
**Taux d'inflation** : taux d'accroissement marginal des prix – à la production ou à la consommation – des salaires ou des valeurs d'actifs, observé dans une monnaie sur une période donnée.

**Taux long** : taux d'intérêt à long terme, d'une maturité généralement supérieure ou égale à dix ans.

**Variations conjoncturelles** : variations de court à moyen terme, ayant trait à des effets généralement exogènes, indépendants de la structure de l'économie qu'ils affectent.

## Essoufflement progressif de la liquidité sur les adjudications allemandes : évolution du taux de couverture (1997-2009)

Le ratio de couverture des adjudications souveraines, rapport entre les offres d'achat reçues et le volume de l'émission, est un indicateur de l'appétit des investisseurs. Un ratio inférieur à deux sera considéré comme faible. La nette baisse du ratio de couverture des adjudications allemandes depuis la création de la zone euro est une conséquence de la garantie supposée qu'accorderait Berlin à ses partenaires : à risque de crédit identique, les marchés privilégient, en temps normal, le papier dont le rendement est le plus élevé. Le taux de couverture d'une adjudication est égal au rapport entre le nombre d'offres d'achat reçues et le nombre de titres effectivement placés.



Source : Bloomberg, janvier 2010

## Profil comparé des dettes extérieures brutes 2<sup>e</sup> trimestre 2009

La dette dite de court terme arrive à maturité sous un an au plus.

	<b>Dettes extérieures brutes de long terme / Dettes extérieures brutes totales - État central (ratio)</b>	<b>Dettes extérieures brutes de court terme / Dettes extérieures brutes totales - État central (ratio)</b>	<b>Dettes extérieures brutes bancaires / Dettes extérieures brutes totales (ratio)</b>
<b>Allemagne</b>	89,5 %	10,5 %	49,5 %
<b>France</b>	81,0 %	19,0 %	46,9 %
<b>Espagne</b>	90,8 %	9,2 %	46,0 %
<b>Grèce</b>	96,8 %	3,2 %	28,3 %
<b>Portugal</b>	86,6 %	13,4 %	50,4 %
<b>États-Unis</b>	74,9 %	25,1 %	20,0 %
<b>Royaume-Uni</b>	87,3 %	12,7 %	64,7 %
<b>Japon</b>	57,8 %	42,2 %	46,2 %

Source : Banque mondiale, Banque des règlements internationaux



## Dépenses des administrations publiques françaises en 2007

	Milliards d'euros	Pourcentage du total des dépenses
<b>APUL</b>	206,5	20,8 %
<b>État et ODAC</b>	340,1	34,3 %
<b>ASSO</b>	444,4	44,8 %

## Dettes des administrations publiques françaises en 2007

	Milliards d'euros	Pourcentage du total des dépenses
<b>État</b>	930	75,0 %
<b>APUL</b>	165,7	13,4 %
<b>ODAC</b>	97,4	7,9 %
<b>ASSO</b>	46,4	3,7 %

Source : ministère du Budget, des comptes publics de la Fonction publique et de la Réforme de l'État

**APUL** : Administrations publiques locales

**ASSO** : Administrations de sécurité sociale

**ODAC** : Organismes divers dans l'administration centrale

# BIBLIOGRAPHIE

---

- Agence France Trésor, *Bulletin mensuel*, décembre 2009
- Agence France Trésor, *Bulletin mensuel*, janvier 2010
- Banque centrale européenne, *Bulletin mensuel*, décembre 2009
- Banque centrale européenne, *Bulletin mensuel*, janvier 2010
- Banque des règlements internationaux, *Securities Statistics and Syndicated Loans, International Debt Securities*, Quarterly Review, décembre 2009
- Banque mondiale – Banque des règlements internationaux – Fonds monétaire international – OCDE, *Joint Debt External Hub*, troisième trimestre 2009
- Bundesministerium der Finanzen, *Bundeshaushalt*, 2009, 2010
- Federal Reserve Statistical Release, *Factors Affecting Reserve Balances*, 2009-2010
- Hellenic Association of Pharmaceutical Companies (HAPC), *A Report on Public Hospitals' Debt Towards SFEE's Member Companies*, octobre 2009
- Institut Montaigne, *Du G2 au G20, l'Europe face à la crise financière*, Note, septembre 2009
- Institut Montaigne, *Reconstruire la finance pour relancer l'économie*, Note, mars 2009
- International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, octobre 2009
- Kennan (Peter), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", in Mundell Robert, Swoboda Alexander et al., *Monetary Problems of the International Economy*, The University of Chicago Press, 1969
- Mc Kinnon (Ronald), *Optimum Currency Areas*, American Economic Review 53, 1963
- Ministère du Budget, des Comptes publics, de la Fonction publique et de la Réforme de l'État, *Loi de finances pour 2010*
- Ministère du Budget, des Comptes publics, de la Fonction publique et de la Réforme de l'État, *Loi de finances rectificative pour 2009*
- Ministère du Budget, des Comptes publics, de la Fonction publique et de la Réforme de l'État, *Projet de loi de finances rectificative pour 2010*
- Ministère du Budget, des Comptes publics, de la Fonction publique et de la Réforme de l'État, *Tableau de bord des finances publiques*
- Mongelli (Francisco Paolo) et Vega (Juan Luis), *What effect is EMU having on the euro area and its member countries? An Overview*, European Central Bank, Working Paper Series, N° 599, mars 2006

Mundell (Robert), "A Plan for a European Currency", in *The Economics of Common Currency*, Allen & Unwin, 1973

Mundell (Robert), *A Theory of Optimum Currency Areas*, American Economic Review, 51, 1961

Mundell (Robert), "Uncommon Arguments for Common Currencies", in *The Economics of Common Currency*, Allen & Unwin, 1973

Pébereau (Michel), *Rompre avec la facilité de la dette publique. Pour des finances publiques au service de notre croissance économique et de notre cohésion sociale*, La Documentation française, décembre 2005

Shiratsuka (Shigenori), *Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy*, Institute for Monetary and Statistic Studies, Bank of Japan, novembre 2009

#### **Autres sources utilisées :**

Bank of England, *Consolidated Statement*

Bank of England, *The Bank of England Balance Sheet*

Banque du Japon, *Bank of Japan Accounts*

Banque du Japon, *Bank of Japan Balance Sheet*

Banque du Japon, *Bank of Japan Statistics*

Banque mondiale – Fonds monétaire international, *Quarterly External Debt Statistics*, SDDS/QEDS

Dealogic, Fixed Income Market Statistics

Eurostat, statistiques économiques et financières

Finanzagentur GmbH, *Bundeswertpapiere, Übersicht*

OCDE, *Panorama des statistiques*

OCDE, *Profil statistique par pays*

Tesoro Público de España, *Monthly Bulletin*

# LES PUBLICATIONS DE L'INSTITUT MONTAIGNE

---

- Réforme des retraites : vers un big-bang ?  
Jacques Bichot (mai 2009)
- Mesurer la qualité des soins  
Denise Silber (février 2009)
- Ouvrir la politique à la diversité  
Eric Keslassy (janvier 2009)
- Engager le citoyen dans la vie associative (novembre 2008)
- Comment rendre la prison (enfin) utile (septembre 2008)
- Infrastructures de transport : lesquelles bâtir, comment les choisir ?  
(juillet 2008)
- HLM, parc privé  
Deux pistes pour que tous aient un toit  
Gunilla Björner (juin 2008)
- Comment communiquer la réforme (mai 2008)
- Après le Japon, la France...  
Faire du vieillissement un moteur de croissance  
Romain Geiss (décembre 2007)
- Au nom de l'Islam...  
Quel dialogue avec les minorités musulmanes en Europe ?  
Antonella Caruso (septembre 2007)
- L'exemple inattendu des Vets  
Comment ressusciter un système public de santé  
Denise Silber (juin 2007)
- Vademecum 2007-2012  
Moderniser la France (mai 2007)
- Après Erasmus, Amicus  
Pour un service civique universel européen (avril 2007)
- Quelle politique de l'énergie pour l'Union européenne ? (mars 2007)
- Sortir de l'immobilité sociale à la française  
Anna Stellingner (novembre 2006)
- Avoir des leaders dans la compétition universitaire mondiale (octobre 2006)

- Comment sauver la presse quotidienne d'information (août 2006)
- Pourquoi nos PME ne grandissent pas  
Anne Dumas (juillet 2006)
- Mondialisation : réconcilier la France avec la compétitivité (juin 2006)
- TVA, CSG, IR, cotisations...  
Comment financer la protection sociale  
Jacques Bichot (mai 2006)
- Pauvreté, exclusion : ce que peut faire l'entreprise (février 2006)
- Ouvrir les grandes écoles à la diversité (janvier 2006)
- Immobilier de l'État : quoi vendre, pourquoi, comment (décembre 2005)
- 15 pistes (parmi d'autres...) pour moderniser la sphère publique  
(novembre 2005)
- Ambition pour l'agriculture, libertés pour les agriculteurs (juillet 2005)
- Hôpital : le modèle invisible  
Denise Silber (juin 2005)
- Un Contrôleur général pour les Finances publiques (février 2005)
- Mondialisation et dépossession démocratique : le syndrome du gyroscope  
Luc Ferry (décembre 2004)
- Cinq ans après Lisbonne : comment rendre l'Europe compétitive  
(novembre 2004)
- Ni quotas, ni indifférence : l'entreprise et l'égalité positive  
Laurent Blivet (octobre 2004)
- Pour la Justice (septembre 2004)
- Régulation : ce que Bruxelles doit « vraiment » faire (juin 2004)
- Couverture santé solidaire (mai 2004)
- Engagement individuel et bien public (avril 2004)
- Les oubliés de l'égalité des chances (janvier 2004 - Réédition septembre 2005)
- L'hôpital réinventé (janvier 2004)
- Vers un impôt européen ? (octobre 2003)
- Compétitivité et vieillissement (septembre 2003)
- De « la formation tout au long de la vie » à l'employabilité (septembre 2003)

- Mieux gouverner l'entreprise (mars 2003)
- L'Europe présence (tomes 1 & 2) (janvier 2003)
- 25 propositions pour développer les fondations en France (novembre 2002)
- Vers une assurance maladie universelle ? (octobre 2002)
- Comment améliorer le travail parlementaire (octobre 2002 – épuisé)
- L'articulation recherche-innovation (septembre 2002 – épuisé)
- Le modèle sportif français : mutation ou crise ? (juillet 2002 – épuisé)
- La sécurité extérieure de la France face aux nouveaux risques stratégiques (mai 2002)
- L'Homme et le climat (mars 2002)
- Management public & tolérance zéro (novembre 2001)
- Enseignement supérieur : aborder la compétition mondiale à armes égales ? (novembre 2001 – épuisé)
- Vers des établissements scolaires autonomes (novembre 2001 – épuisé)

Les publications peuvent être obtenues auprès  
du secrétariat de l'Institut (Tél. : 01 58 18 39 29)  
et sont également téléchargeables sur le site internet :  
**[www.institutmontaigne.org](http://www.institutmontaigne.org)**

# INSTITUT MONTAIGNE



Suez  
The Boston Consulting Group  
Axa  
Amber Capital  
Carrefour  
Areva  
Rallye – Casino  
Allianz  
Air France KLM  
Servier Monde  
Groupama  
Bouygues  
BNP Paribas  
Ernst & Young  
Development Institute International - Dii  
Groupe Caisse d'Épargne  
Bolloré  
Ineum Consulting  
SNCF Groupe  
McKinsey & Company  
Lazard Frères  
Michel Tudel & Associés  
EADS  
Acticall  
Pierre & Vacances  
LVMH – Moët-Hennessy – Louis Vuitton  
Schneider Electric  
Barclays Private Equity  
Caisse des Dépôts  
APC – Affaires Publiques Consultants  
Groupe Dassault  
Eurazeo  
Pfizer  
RTE Réseau de Transport d'Électricité  
HSBC France  
Tecnet Participations

SOUTIENNENT L'INSTITUT MONTAIGNE

# INSTITUT MONTAIGNE



CNP Assurances  
SFR  
RATP  
PricewaterhouseCoopers  
Rothschild & Cie  
Sodexo  
VINCI  
abertis  
JeantetAssociés  
The Royal Bank of Scotland France  
BearingPoint  
Veolia Environnement  
Janssen-Cilag, groupe Johnson & Johnson  
Capgemini  
GE Money Bank  
Association Passerelle  
International SOS  
Middlebury  
Sanofi-aventis  
Voyageurs du monde  
Vivendi  
Média-Participations  
KPMG S.A.  
sia conseil  
Assemblée des Chambres Françaises de Commerce et d'Industrie  
Tilder  
M6  
Wendel Investissement  
Total  
Davis Polk & Wardwell  
3i France  
august & debouzy avocats  
JT International  
Mercer  
WordAppeal  
Ricol, Lasteyrie et Associés

SOUTIENNENT L'INSTITUT MONTAIGNE



# INSTITUT MONTAIGNE



## COMITÉ DIRECTEUR

**Claude Bébéar** Président

**Henri Lachmann** Vice-président et trésorier

**François Rachline** Directeur général

**Nicolas Baverez** Économiste, avocat

**Jacques Bentz** Président, Tecnet Participations

**Guy Carcassonne** Professeur de droit public, Université Paris X-Nanterre

**Christian Forestier** Administrateur général, CNAM

**Michel Godet** Professeur, CNAM

**Françoise Holder** Présidente du Conseil de surveillance, Paul et administrateur, Groupe Holder

**Ana Palacio** Ancienne ministre espagnole des Affaires étrangères

**Jean-Paul Tran Thiet** Avocat associé, White & Case

**Philippe Wahl** Directeur général France, Belgique et Luxembourg, RBS

**Lionel Zinsou** Président du Comité Exécutif, PAI partners

## PRÉSIDENT D'HONNEUR

**Bernard de La Rochefoucauld** Fondateur, Institut La Boétie

## CONSEIL D'ORIENTATION

### PRÉSIDENT

**Ezra Suleiman** Professeur, Princeton University

**Henri Berestycki** Mathématicien, EHESS et université de Chicago

**Loraine Donnedieu de Vabres** Avocate, associée gérante, cabinet Jeantet et Associés

**Roger-Pol Droit** Philosophe, chercheur, CNRS

**Jean-Paul Fitoussi** Professeur des Universités, Sciences Po, président, OFCE

**Marion Guillou** Présidente, INRA, présidente du Conseil d'administration, École polytechnique

**Pierre Godé** Président de sociétés

**Sophie Pedder** Correspondante à Paris, *The Economist*

**Guillaume Pepy** Président, SNCF

**Hélène Rey** Professeur d'économie, London Business School

**Imprimé en France**  
**Dépôt légal : février 2010**  
**ISSN : 1771-6756**  
**Achévé d'imprimer en février 2010**

# INSTITUT MONTAIGNE



IL N'EST DÉSIR PLUS NATUREL QUE LE DÉSIR DE CONNAISSANCE

## Pour un Eurobond Une stratégie coordonnée pour sortir de la crise

La dégradation des finances publiques européennes, les difficultés de certains pays (Grèce notamment, mais aussi Portugal ou Espagne) font craindre pour l'avenir. Comment réagir et coordonner des politiques actuellement divergentes ? L'enjeu est de taille : après l'éclatement *de facto* du Pacte de stabilité et de croissance, il s'agit de promouvoir une nouvelle stratégie de convergence.

L'Institut Montaigne propose la création d'un Eurobond.

Dans cette *Étude*, Frédéric Bonnevey se penche sur le fonctionnement de la zone euro et en souligne les blocages. A travers une analyse des réactions de Berlin et de Paris au choc de 2008, il tire des enseignements et propose une refonte des mécanismes de convergence budgétaire en s'appuyant sur le tandem franco-allemand. Clé de voûte de la réforme proposée, l'Eurobond, instrument d'endettement européen, permettra d'assurer la coordination des politiques budgétaires afin de redonner sa crédibilité, et son efficacité, à la politique monétaire commune.

**Institut Montaigne**

38, rue Jean Mermoz - 75008 Paris

Tél. +33 (0)1 58 18 39 29 - Fax +33 (0)1 58 18 39 28

[www.institutmontaigne.org](http://www.institutmontaigne.org) - [www.desideespourdemain.fr](http://www.desideespourdemain.fr)

**10€**

ISSN 1771-6756

Février 2010