

Politique monétaire et soutenabilité fiscale

Solvabilité fiscale = capacité du gouvernement à servir la dette publique (intérêt, échéances de remboursement) sans faire défaut.

Soutenabilité fiscale = capacité du gouvernement à maintenir indéfiniment le même ensemble de politiques macroéconomiques tout en restant solvable

→ si les politiques (monétaires et fiscales) menées mènent à l'insolvabilité, alors elles sont dites insoutenables

→ des politiques insoutenables doivent être modifiées

Analyse de la soutenabilité des politiques macroéconomiques :

→ fournir des indications quant à la soutenabilité des politiques menées

→ étudier les conséquences des changements de politiques macroéconomiques requis pour éviter l'insolvabilité/garantir la solvabilité

- 1- Contrainte budgétaire du gouvernement**
- 2- La dynamique de la dette publique**
- 3- Condition de solvabilité**
- 4- Les « leçons » de l'exercice**
- 5- Crises de change : analyse(s) théoriques**

1- Contrainte budgétaire du gouvernement :

en flux (sur une période donnée) :

besoin de financement = paiement des intérêts (I) + déficit primaire (G)

ressources financières = émission nette de dette (ΔB) + création monétaire (ΔM)

$$\text{d'où : } \Delta B + \Delta M = I + G$$

→ cette contrainte budgétaire apparaît comme un lieu d'interaction entre politique monétaire (ΔM) et politique budgétaire (G).

Seigneuriage = « revenu » de la frappe des monnaies / de la création monétaire

6- La dynamique de la dette publique :

De l'identité budgétaire du gouvernement en termes nominaux à l'identité budgétaire en pourcentage du PIB :

en termes nominaux : $\Delta B = iB + G - \Delta M$

B : obligations détenues par le secteur privé ; M : monnaie détenue par le secteur privé ; G : déficit primaire ; Y : PIB nominal ; P : niveau général des prix

$(\Delta Y)/Y$ = taux de croissance du PIB nominal
= taux de croissance du PIB réel (a) + taux d'inflation (π)

$r = i - \pi$: taux d'intérêt réel

$(\Delta M)/M = \mu$: taux de croissance de la masse monétaire (constant dans le temps)

$b = B/Y, m = M/Y, g = G/Y \rightarrow \Delta b = (\Delta B)/Y - (a + \pi)b$

en % du PIB : $\Delta b = (r - a)b + g - \mu m$

$$\Delta b = (r - a)b + g - \mu m$$

Si la croissance réelle du Produit Intérieur Brut est supérieure au taux d'intérêt réel, $r - a < 0$ la solvabilité de l'Etat ne pose pas de problème : à structure donnée des dépenses et de la fiscalité, les recettes augmentent plus vite que les dépenses, et le besoin de financement de l'Etat diminue.

L'équation est stable pour g , μ et m constants dans le temps

Dans le cas contraire, $r - a > 0$ la dynamique de la dette publique est potentiellement explosive

L'équation est instable pour g , μ et m constants dans le temps

Supposons pour simplifier que $a = 0$ (le PIB est constant).

La solution de $\Delta b = r b + g - \mu m$ est :

$$b_T = b_0 \exp[rT] + \int_0^T (g - \mu m) \exp[r(T-t)] dt$$

dette en T

effet boule de neige

accumulation de déficits

soit :

$$b_0 = b_T \exp[-rT] + \int_0^T (\mu m - g) \exp[-r t] dt$$

dette actuelle

valeur actuelle
de la dette future (en T)

excédents futurs

L'horizon de l'Etat est indéfini : $T \rightarrow +\infty$

3- Condition de solvabilité : (absence de « jeu de Ponzi » ou Madoff !)

Le gouvernement ne peut pas s'endetter continuellement à taux croissant pour financer les intérêts.

$$\lim_{T \rightarrow +\infty} b_T \exp[-rT] = 0$$

(sinon la dette deviendrait infinie)

**La dette actuelle doit être financée par
des excédents primaires futurs et/ou du seigneuriage futur**

$$b_0 = \int_0^{\infty} (\mu m - g) \exp[-r t] dt$$

Si le déficit (g) est constant : il faut augmenter le taux de croissance de la masse monétaire.

4- Les « leçons » de l'exercice :

- importance de la relation entre autorités monétaire et budgétaire pour déterminer la corrélation entre déficit primaire et inflation
 - domination fiscale :
 - l'inflation est déterminée par déficit public ;
 - la banque centrale peut au mieux lisser l'inflation (pas la supprimer).
 - domination monétaire :
 - l'inflation est déterminée par la croissance monétaire ;
- déficit public comme cause fondamentale de l'inflation, donc d'une réforme des finances publiques pour stabiliser.
- importance des anticipations (ajustement par la réforme fiscale ou par la création monétaire, crédibilité)

5- Crises de change : analyse(s) théoriques

Crise grecque : avril-mai 2010 ; crise portugaise : mars 2011

- ne sont pas de crises de change ?
- « générations » de modèles de crises de change → clés de compréhension

5.1- « première génération » : Krugman (1979), Flood et Garber (1984)

Crise due à une incohérence fondamentale dans les politiques macroéconomiques.

- des déséquilibres monétaire et budgétaire persistants,
- la contrainte d'un stock limité de réserves de change, en régime de taux de change fixe.

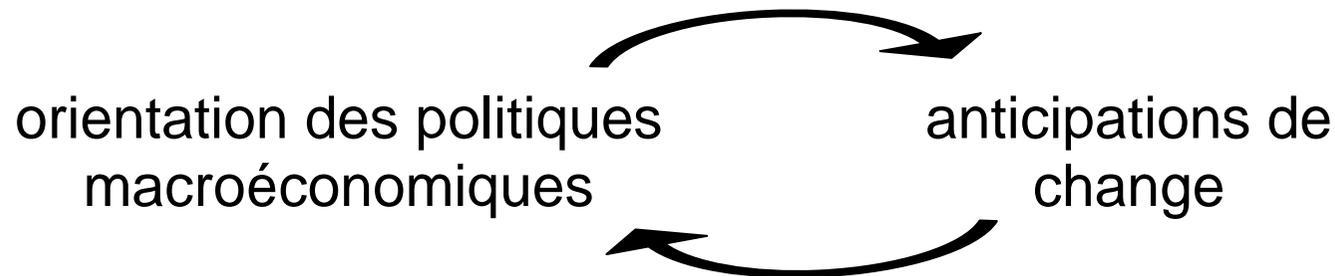
dévaluation inéluctable → attaque spéculative dès que les réserves atteignent un niveau critique (avant épuisement)

5.2- « deuxième génération » : Obstfeld (1994)

Crise auto-réalisatrice, sans modification significative des fondamentaux : équilibres multiples

Le gouvernement arbitre entre un taux de change fixes et des objectifs fondamentaux à long terme (inflation, croissance, emploi...).

Deux équilibres : taux de change inchangé / taux de change dévalué
→ lien circulaire...



→ crise auto-réalisatrice si perte de confiance des marchés :

doute sur la pérennité du change fixe → attaque spéculative

→ dévaluation → validation des anticipations

crise du SME (1992-1993) : interprétations divergentes

- cas d'école pour les modèles de première génération
- l'archétype des scénarios de deuxième génération

- pas d'insoutenabilité macro-économique des taux-pivots de chaque pays touché
- perte globale de crédibilité et échec de coordination des politiques économiques en Europe, suite à la réunification allemande.

Les attaques spéculatives qui s'amplifient en juillet-août 1993

→ des prophéties auto-réalisatrices et de la perte de confiance chez les investisseurs internationaux et les traders

5.3- Autres :

« troisième génération » : rôle clé des fragilités financières et bancaires

- crise asiatique de 1997-1998

phénomènes de contagion

Bibliographie :

Blanchard O & S. Fischer (1989), *Lectures on macroeconomics*, MIT Press

Burnside, C. (2005), *Fiscal Sustainability in Theory and Practice: A Handbook*, World Bank

Cartapanis, A. (2004), « Le déclenchement des crises de change : qu'avons-nous appris depuis dix ans ? », *Économie internationale*, 97 (2004), p. 5-48.

Flood, R. & Garber, P. (1984), “Collapsing exchange-rate regimes: Some linear examples”, *Journal of International Economics* 92.

Gandolfo, G. (2001), *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*, Springer, Heidelberg.

Krugman, P. (1979), “A model of balance of payments crises”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11.

Obstfeld, M. (1994), « The Logic of currency crises », *Cahiers Économiques et Monétaires* 43 Banque de France.

Sachs, J., Tornell, A., Velasco, A. (1996), “The Mexican peso crisis: sudden death or death foretold”, *Journal of International Economics* 41.

Sargent T. & N. Wallace (1981), “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5 (3): 1–17.