Sébastien CHARLES
Thomas DALLERY
Jonathan MARIE

Entre tango et sirtaki : incohérence du régime monétaire et insoutenabilité de la dette publique

Comme celle d'un patineur, la chute d'un danseur est souvent expliquée par sa maladresse.

Pourtant, la chute peut être provoquée par une latte chancelante du parquet ou un mauvais revêtement. Lorsqu'un pays est contraint au défaut de paiement sur sa dette publique, on accuse généralement l'ineptie ou le laxisme du gouvernement (ce type d'argument est notamment développé par Mussa [2002] concernant l'Argentine, ou par Bofinger et Ried [2010] pour la Grèce de la fin des années 2000). Néanmoins, les trajectoires

menant au défaut peuvent être encouragées par de mauvais arrangements macroéconomiques.

L'objet de cet article est de montrer que, pour comprendre les trajectoires menant à l'insoutenabilité de la dette publique argentine (défaut prononcé en 2002) ou de la dette publique grecque (insoutenabilité en cours), il faut prendre en compte l'importante responsabilité portée par le régime monétaire.

Par régime monétaire, nous entendons principalement les modalités de la création de monnaie centrale fixées à (ou par) la banque centrale (du bouclage quotidien du système de paiement national jusqu'à la capacité de prêteur en dernier ressort dont elle est normalement dotée, tout comme la possibilité ou non de se procurer des titres de dette publique). Mais nous entendons aussi par là les règles appliquées aux opérations de change, la conduite éventuelle d'une politique de change ou de lutte contre l'inflation (gestion de la valeur interne comme externe de la monnaie). Nous basons notre réflexion dans le cadre d'une économie monétaire de production, dans laquelle la monnaie est endogène. Ce dernier point ne signifie évidemment pas que la politique de la banque centrale soit toujours accommodante (voir par exemple Arestis et Eichner [1988]).

Cet article vise à souligner que les configurations du régime monétaire ainsi définies peuvent influencer fortement les trajectoires macroéconomiques empruntées par les économies. L'influence des politiques monétaires sur l'évolution macroéconomique est étudiée au sein du courant *post*-keynésien (voir par exemple Drumond et Porcile [2012], pour une réflexion récente, axée sur les pays émergents), mais aussi dans le cadre de la théorie de la régulation (Guttmann [2002]). Nous cherchons à identifier un mécanisme de transmission et de diffusion d'instabilité macroéconomique, en étudiant la relation spécifique entre un type particulier de régime monétaire et la soutenabilité de la dette externe.

Pour le formuler de manière brutale, nous avancerons ici l'idée que les dettes publiques étudiées ont été insoutenables car les régimes monétaires étaient incohérents, en raison de la rigidité du change dans un contexte de libéralisation financière externe et de l'absence de soutien de la banque centrale vis-à-vis

du Trésor. Dans les deux cas, les déficits commerciaux ne peuvent être compensés par des variations de change nominal. Ils s'accompagnent alors de déficits publics qui permettent l'attraction de capitaux dans l'économie, indispensables afin de financer les déficits commerciaux.[1] Dans une telle situation, l'Etat est habituellement le débiteur préféré des marchés financiers, le débiteur le plus sûr. Mais il doit accepter, en contrepartie, de ne plus se financer à bon marché auprès d'une banque centrale qui ne peut donc plus jouer le rôle de prêteur en dernier ressort.[2] Les affres de tels arrangements monétaires peuvent rapidement conduire à une envolée des taux d'intérêt, poussée par des prêteurs internationaux conscients de l'incohérence du régime monétaire, ce qui condamne davantage encore la soutenabilité de la dette publique.

Comment repérer une trajectoire insoutenable concernant les finances publiques ? Comment se développe le processus macroéconomique menant au défaut ? Quelles sont les modalités du régime monétaire qui le rendent inapproprié, incohérent ? Ou, pour le dire autrement, quels sont les canaux qui peuvent expliquer que des régimes monétaires censés générer de la crédibilité, et qui apparaissent initialement cohérents de ce point de vue, se révèlent finalement incohérents car catalyseurs de brusques retournements macroéconomiques et générateurs de trajectoires insoutenables ?

Pour répondre à ces questions, l'article exposera dans une première section le cadre qui nous semble le plus approprié pour discuter de la soutenabilité des dettes publiques, à savoir celui développé dans les travaux de Pasinetti à la fin des années 1990. Dans une deuxième, puis une troisième section, nous présenterons successivement, en insistant sur leurs similarités, les trajectoires insoutenables de l'Argentine et de la Grèce : d'abord, le cas argentin des années 1990 jusqu'au défaut de paiement prononcé en 2002, puis le cas grec des années 2000. Nous situerons brièvement chacune de ces expériences par rapport à la littérature « mainstream » concernant les régimes monétaires et de change, afin de rappeler certains arguments théoriques en faveur des régimes monétaires analysés dans cet article. Dans une quatrième section, nous comparerons les trajectoires argentines et grecques depuis leurs défauts respectifs, en montrant la façon

dont les divergences stratégiques (s'attaquer ou non à l'incohérence du régime monétaire) ont eu des répercussions macroéconomiques diamétralement opposées. Dans une dernière section, nous dresserons quelques conclusions.

Le cadre comptable de Pasinetti

Les travaux de Pasinetti ([1997], [1998a], [1998b], [2000]) analysent la soutenabilité des dettes publiques en s'appuyant sur la stabilité dynamique du ratio dette publique/PIB.[3] Ils suivent la logique initiée par Domar [1944], reprise par Tobin [1986], Spaventa [1987] ainsi que Yanagita et Hutahaean [2002].

Cette approche est à l'opposé des vues mainstream sur la soutenabilité des finances publiques, basées sur le respect de la contrainte de budget inter-temporelle, mises en avant par les travaux de Hamilton et Flavin [1986]. Par rapport à cette littérature, notre approche se distingue sur deux éléments essentiels. D'une part, nous adoptons une approche de court terme : la soutenabilité est réévaluée chaque année, là où les approches traditionnelles visent une approche inter-temporelle. Compte tenu de notre questionnement, l'approche inter-temporelle ne peut être retenue ici : cela supposerait en effet de lourdes hypothèses sur la constance de certains paramètres, prenant notamment le taux de croissance comme taux d'actualisation, alors que nous visons précisément à souligner les interactions entre dynamiques de la croissance économique, du taux d'intérêt et de la soutenabilité des dettes publiques. D'autre part, nous adoptons une approche nominale là où les visions traditionnelles s'expriment en termes réels. Une analyse menée en termes monétaires nous paraît absolument nécessaire en matière de soutenabilité de dette publique, puisque l'inflation fait partie intégrante des solutions pour retrouver la soutenabilité des dettes publiques. Reinhart et Rogoff [2013] la mentionnaient encore récemment à côté des autres solutions que sont la croissance économique, le défaut, l'austérité et la répression financière.

A la suite de Pasinetti, nos hypothèses seront les suivantes : *i*) l'analyse se mène d'une année sur l'autre, *ii*) le ratio d'endettement est supposé donné, *iii*) les variables sont exprimées en termes nominaux. Soient $d = D/Y$ le ratio du stock de dette publique, D, au PIB, Y. En dérivant il vient :

$$\frac{\dot{d}}{d} = \frac{\dot{D}}{D} - \frac{\dot{Y}}{Y} \tag{1}$$

Selon Pasinetti ([1998a] p. 105) la dette publique est soutenable si le rapport dette publique/PIB est constant ou en baisse, ce qui s'écrit :

$$\frac{\dot{d}}{d} \leq 0 \quad \text{soit} \quad \theta \leq g \tag{2}$$

avec : $\theta = \dot{D} / D$ et $g = \dot{Y} / Y$. La condition de soutenabilité du ratio de dette publique est donc que le taux de croissance de la dette publique soit inférieur au taux de croissance de l'économie. En se basant sur les identités comptables de base, l'auteur représente une zone de soutenabilité des finances publiques *via* une relation linéaire[4] entre solde public et dette publique. Cette relation prend deux formes alternatives selon qu'il s'agisse *i*) du déficit public total ou *ii*) du déficit primaire.

Tout d'abord, la variation de l'endettement public est égale à la différence entre les dépenses et les recettes – le déficit primaire – plus les intérêts portant sur la dette en cours :

$$\dot{D} = G - T + iD \tag{3}$$

avec G les dépenses publiques, T les recettes fiscales perçues et i le taux d'intérêt apparent sur la dette contractée. L'expression (3) peut s'écrire en termes d'excédent budgétaire, S, soit :

$$S = -\dot{D} = T - G - iD \tag{3'}$$

La dette publique est stable (respectivement, déclinante) si son taux de croissance est égal (respectivement, inférieur) au taux de croissance de l'économie, c'est-à-dire si :

$$\theta = \frac{\dot{D}}{D} \leq \frac{\dot{Y}}{Y} = g \quad \text{soit} \quad \dot{D} \leq gD \quad \text{et} \quad S = -\dot{D} \geq -gD \tag{4}$$

En divisant (4) par Y, nous obtenons la première relation par rapport au déficit total :

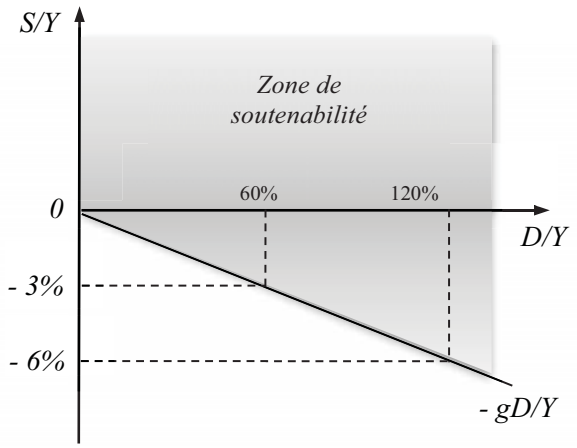
$$\frac{S}{Y} \geq -g\frac{D}{Y} \tag{5}$$

Ensuite, en remplaçant la valeur de S issue de (3') dans (5) et après quelques manipulations simples, nous obtenons la seconde relation de Pasinetti par rapport au déficit primaire :[5]

$$\frac{S^P}{Y} \geq (i - g)\frac{D}{Y} \tag{6}$$

Comme expliqué *supra*, la soutenabilité des finances publiques se définit de deux façons alternatives : en référence au déficit public (équation (5)) ou au déficit primaire (équation (6)). L'aire de soutenabilité par rapport à la relation (5) est tracée dans la figure n° 1 ci-dessous.

Figure 1
Zone de soutenabilité en référence au déficit public total

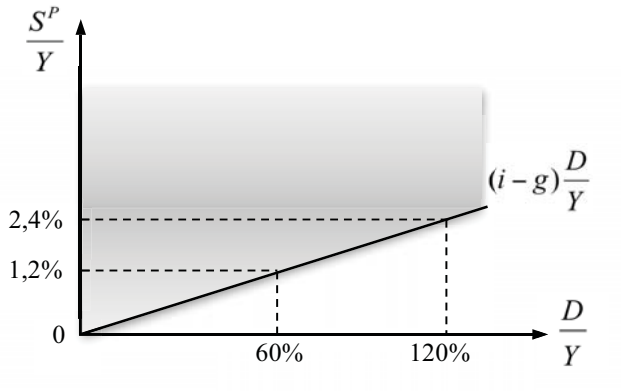


Par exemple, si D/Y = 60% et g = 5%, l'endettement souverain reste stable y compris avec un déficit public sur PIB de 3% (S/Y = - 3%). Néanmoins, cette valeur n'est qu'une possibilité parmi une infinité d'autres se trouvant sur la frontière de stabilité représentée par la droite (- gD/Y). Ainsi, avec un

ratio de D/Y = 120% et un taux de croissance similaire, la dette reste soutenable pour un déficit total sur PIB de S/Y = - 6%, ici l'essentiel étant de ne pas se situer en-dessous de la frontière de soutenabilité - gD/Y. Autre possibilité : un pays avec 4% de déficit et 60% de ratio de dette publique se situe dans la zone insoutenable avec une croissance nominale du PIB de 5%. Mais si la croissance passe à 7%, il repasse dans la zone soutenable, la contrainte s'étant déplacée favorablement vers le bas.

Désormais, nous abordons la seconde relation de soutenabilité qui peut produire plusieurs configurations selon les valeurs comparées du taux d'intérêt et du taux de croissance de l'économie. Ainsi, en supposant un différentiel intérêt-croissance de 2% et un ratio d'endettement public de 60%, nous voyons qu'un pays doit disposer d'un surplus primaire sur PIB S^P / Y au minimum de 1,2% afin que son ratio d'endettement demeure soutenable (*cf.* figure n°2). De même, ce surplus doit s'élever au minimum à 2,4% avec un ratio de dette de 120%. Au total, il vient : $S^P/Y \geq 1{,}2\%$ et $S^P/Y \geq 2{,}4\%$. Dit autrement, un Etat avec un écart intérêt-croissance de 2% et un surplus primaire de 2,4% maîtrise toujours son endettement, y compris pour des valeurs de D/Y > 60%, mais inférieures ou égales à 120%.

Figure 2
Zone de soutenabilité en référence au déficit primaire



Le cadre comptable ainsi posé, nous allons l'utiliser pour illustrer les effets de l'incohérence des régimes monétaires argentin et grec sur la soutenabilité de l'endettement public. Par ailleurs, nous montrons comment ces régimes ont amplifié sur un plan interne les chocs macroéconomiques externes.

La crise argentine : du meilleur élève[6] à l'explosion du Currency Board

Recherche de la crédibilité et solutions en coin

Cette sous-section vise à rappeler les arguments théoriques développés depuis les années 1980 jusqu'au début des années 2000 qui permettent de soutenir l'adoption par un pays d'un régime monétaire comportant un ancrage rigide du change et dont l'action de la banque centrale est déterminée par des règles strictes.

Kydland et Prescott [1977] ont renouvelé l'argumentation concernant la mise en œuvre de la politique économique. Leur article pose la question de savoir s'il est préférable que les policymakers suivent des règles prédéfinies (ou engagements, traduction littérale de pre-commitment) ou si il est préférable de leur laisser une certaine liberté pour qu'ils puissent agir discrétionnairement. Leur réponse s'établit sur le postulat que les agents effectuent des anticipations rationnelles. Dans ce cadre, la gestion de la demande agrégée est impossible. Les politiques discrétionnaires ne peuvent engendrer que de l'instabilité, sous forme d'inflation. En conséquence, la politique économique doit s'effectuer en suivant des règles connues de tous, seule façon d'obtenir un résultat optimal. C'est un renouvellement de l'argumentaire en faveur des règles déterminant la politique économique.[7] Dans la même veine, Sargent et Wallace [1981] indiquent qu'une politique monétaire restrictive peut ne pas être suffisante pour diminuer l'inflation si les politiques fiscale et monétaire ne sont pas coordonnées. Si des

déficits budgétaires sont prévisibles, les agents les anticiperont. Si le financement du déficit nécessite le recours à la monétisation du déficit budgétaire par la banque centrale, l'autorité monétaire peut devoir se plier à cette exigence, et ainsi tolérer des niveaux renforcés d'inflation. Les agents, dotés d'anticipations rationnelles, connaissent le fonctionnement de l'économie et prévoient cet éventuel cas de figure. Dès lors, ils anticipent la future monétisation des déficits budgétaires même si les autorités monétaires décident, à une période donnée, la mise en place d'une politique monétaire restrictive. Ces auteurs attirent l'attention sur la coordination inter-temporelle des politiques budgétaires et monétaires.

Nous en déduisons qu'une politique monétaire qui suit des règles strictes permet de créer de la crédibilité, celle-ci se trouvant renforcée dans le temps par le maintien de ces règles. Pour que cette politique ait les effets escomptés, entraînant une inflation modérée, la politique monétaire doit s'accompagner de politiques budgétaires qui ne nécessiteront aucun recours à la monétisation du déficit budgétaire. C'est une remise en cause de la macroéconomie de type keynésien. Cette thématique de la recherche de la crédibilité, générée par l'introduction de règles strictes portant sur les politiques économiques, a suscité, à partir du milieu des années 1980, des travaux qui s'intéressent spécifiquement à la question du régime monétaire et plus précisément à la question du régime de change. Le débat porte sur le régime de change qu'il est préférable d'adopter. Le triangle d'incompatibilité de Mundell [1960] indique qu'il est impossible d'observer simultanément la liberté de circulation internationale des capitaux, la stabilité du change et l'autonomie de la politique monétaire. A partir de cette observation, pourra se développer le thème des « solutions en coin ». Dans un contexte de libéralisation financière, intégrant les enseignements des nouveaux-classiques, les autorités monétaires devraient renoncer à l'indépendance de la politique monétaire tout comme aux solutions intermédiaires entre flottement pur du change et ancrage parfaitement rigide. Cette thématique a été introduite par Swoboda [1986]. L'article est tout à fait représentatif des arguments rencontrés par la suite. Swoboda soutient que, dans les débats autour des régimes de

change, l'importance des marchés de capitaux internationaux est sous-estimée, et celle-ci doit pousser, selon l'auteur, à abandonner les régimes de change intermédiaires au profit des « solutions en coin » car les régimes intermédiaires ne sont pas suffisamment crédibles. Crockett [1994] développe un argumentaire similaire ; les flux de capitaux ayant pris une telle place au sein de l'économie mondiale, il faut les considérer comme parfaitement libres. En conséquence, il faut prendre conscience des avantages des régimes de change extrêmes révélés, selon lui, par la crise du système monétaire européen lors des années 1992-1993 : les marchés financiers ont alors douté du maintien des parités annoncées. Autrement dit, les régimes intermédiaires sont sujets à des attaques spéculatives, et il est possible d'éviter de telles attaques en se tournant vers les régimes de change extrêmes. Les ancrages rigides présenteraient donc des avantages sur les stratégies de flottement pur ; Frankel [1999] y repère, en outre, la diminution des coûts de transaction pendant que l'adoption d'une règle génère de la crédibilité : la banque centrale, défendant l'ancrage, est empêchée de mener toute politique discrétionnaire.

La trajectoire argentine des années 1990 : les dangers d'un régime monétaire rigide dans un contexte de libéralisation financière

L'Argentine rencontre lors des années 1990 une profonde instabilité macroéconomique

Alors que les années 1980 sont marquées par la crise de la dette et par une nette inflation qui dégénère même en hyperinflation lors des années 1989 et 1990, le début des années 1990 ouvre une nouvelle période. D'un point de vue externe, nous observons une grande liquidité des marchés financiers internationaux et la constitution du Consensus de Washington.[8] D'un point de vue interne, l'Argentine modifie en profondeur le régime monétaire domestique ; elle adopte un « Currency Board » (CB) en 1991. Cette période s'achèvera en 2001 par une violente crise qui se déclenche après trois années de récession.

Le 1er avril 1991 est adoptée la loi instaurant un CB qui repose sur trois règles. D'abord, la définition d'un taux de change fixe : dans le cas argentin, une parité de un pour un avec le dollar américain est décidée.[9] Il n'y a donc plus de politique active de change, nous sommes en présence d'une « solution en coin ». Deuxième règle, l'émission monétaire (ou sa destruction) est déterminée par l'évolution des réserves de change. Pour émettre une unité de monnaie domestique, la banque centrale doit avoir en sa possession une unité de devise. Troisième règle, la monnaie de rattachement circule librement au sein de l'économie et la libre convertibilité d'une monnaie dans l'autre est assurée, exigeant, de fait, la libéralisation financière externe. Le nouveau régime monétaire argentin peut donc apparaître cohérent du point de vue des développements de la recherche macroéconomique standard dont les conclusions et préconisations ont été évoquées dans la sous-section précédente.

L'adoption du CB entraîne la disparition de toute politique monétaire discrétionnaire comme la capacité d'intervention en tant que prêteur en dernier ressort de la banque centrale. Adossée à une politique de privatisations et de libéralisation économique remarquable, la convertibilité permet le retour de capitaux en Argentine. Ces entrées de capitaux sont dans un premier temps obtenues en grande partie par de l'endettement public (qui représente 50% des entrées de capitaux nettes en 1993). Parallèlement, les gages de libéralisation économique offerts par l'Argentine permettent la signature d'un accord de type Brady sur la dette externe le 7 avril 1992.[10] Si cet accord n'allège pas le volume de dette de l'Etat argentin (Damill *et al.* [2005] p.197), car seul un rééchelonnement de la dette accumulée principalement lors de la fin des années 1970 jusqu'à la crise de la dette déclenchée par le Mexique en 1982 est obtenu, il accroît néanmoins la confiance des marchés financiers et des banques créditrices envers l'économie argentine. La crédibilité promise par le nouveau régime monétaire semble donc être au rendez-vous. Dans ce contexte, le volume de capitaux étrangers à destination de l'Argentine augmente (9 milliards de dollars en 1992, 14 milliards en 1993[11]) et la proportion des entrées de capitaux attirés

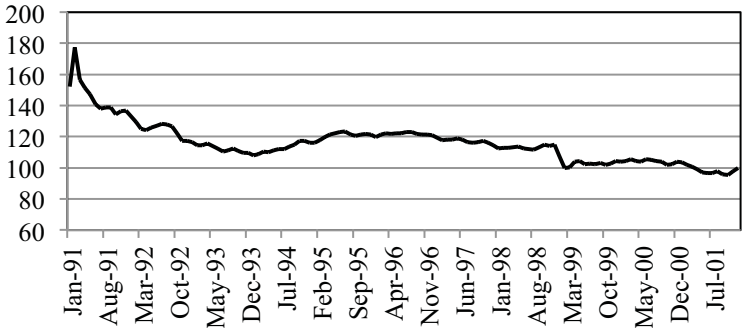
par le secteur privé non financier s'élève aussi (atteignant 69% des entrées nettes en 1994). Retenons donc que les entrées de capitaux à destination du secteur public ont précédé les entrées à destination du secteur privé. L'inflation se réduit alors que la croissance économique est soutenue. A court terme, les réformes semblent être couronnées d'un grand succès.

Tableau 1
Taux de croissance réel et taux d'inflation en Argentine 1990-2001

Années	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Taux d'inflation	2314	171,7	24,9	10,6	4,2	3,4	1,1	-0,3	-2,9	-0,3	0,8	-3,4
Taux de croissance		10,6	9,6	4,8	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,9	-3,4	-0,8	-4,4

Source : INDEC (Institut national des statistiques argentin) et BCRA (Banque centrale de la république argentine).

Figure 3
Evolution du taux de change réel multilatéral (TCRM) des devises en pesos de janvier 1991 à décembre 2001 (base 100 = décembre 2001)



Source : BCRA.
Note : le taux de change effectif réel multilatéral est le taux de change moyen par rapport aux partenaires commerciaux, corrigé par les prix relatifs. Ici, une diminution du taux de change réel multilatéral (TCRM) indique une perte de compétitivité réelle de l'économie domestique. Si le TCRM diminue, cela indique que le taux de change nominal de la monnaie domestique exprimée en devises diminue et/ou que le rythme de l'inflation interne est supérieur à celui observé à l'étranger.

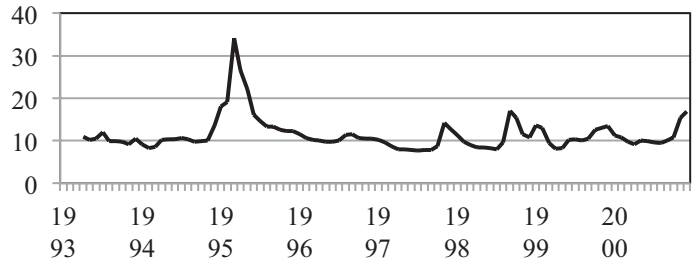
L'ancrage nominal du change provoque cependant des effets négatifs : bien que réduite, l'inflation annuelle reste relativement importante. Ainsi, comme la figure n°3 le révèle, le TCRM chute nettement et régulièrement de 1991 à 1994, élément décisif pour comprendre la constitution d'un déficit courant qui deviendra récurrent. Dans un premier temps ce déficit de la balance courante n'apparaît pas comme une contrainte, car il est compensé par de massives entrées de capitaux dans le « bas de la balance des paiements ». La règle d'émission monétaire n'induit, à première vue, aucun effet négatif.

Un choc extérieur, la crise mexicaine de 1994, provoque un coup de semonce pour l'Argentine (les effets « tequila », ressentis par d'autres économies latino-américaines). 1995 est une année de récession en Argentine. Cette crise révèle deux aspects liés au fonctionnement du régime monétaire argentin. Conjointement à l'annonce de la dévaluation du peso mexicain, les investisseurs ont craint que l'Argentine ne soit une répétition de ce cas de figure : il y a une augmentation subite du risque de change et nous observons des fuites de capitaux. La base monétaire se contracte mécaniquement et la crise de liquidité ainsi provoquée nécessite l'intervention du FMI. Le CB, en induisant l'absence de prêteur en dernier ressort national, dans un contexte de forte instabilité financière et de possibilités de phénomènes de contagion et/ou autoréalisateurs, voit ses chances de pérennité réduites par une telle contrainte extérieure. En outre, nous assistons à une forte hausse des taux d'intérêt après la crise mexicaine : entre novembre 1994 et mars 1995, les taux d'intérêt débiteurs ont été multipliés par plus de trois (*cf.* figure n°4).

Mécaniquement, à cause du Currency Board, la masse monétaire peut être affectée fortement et rapidement lors d'un choc exogène, par le haut (transactions courantes) et/ou le bas (capitaux) de la balance des paiements. La réduction de la masse monétaire provoquée par la crise mexicaine (de presque 20% pour l'indicateur M3 entre novembre 1994 et mars 1995 selon le ministère de l'Economie argentin) se traduit naturellement par des taux d'intérêt internes à la hausse, freinant fortement l'investissement et la consommation et générant les conditions de la

récession. C'est ensuite cette récession économique qui pèse fortement sur la soutenabilité des finances publiques. Dans quelle mesure le cadre de réflexion offert par Pasinetti nous permet-il de mieux visualiser et comprendre cette dynamique ?

Figure 4
Taux d'intérêt annuels moyens appliqués aux emprunts à 30 jours, obtenus par les grandes entreprises



Source : BCRA, série Prestamos a empresas de primera linea, données nominales.

Figure 5
Impact de la crise mexicaine sur la soutenabilité de la dette argentine

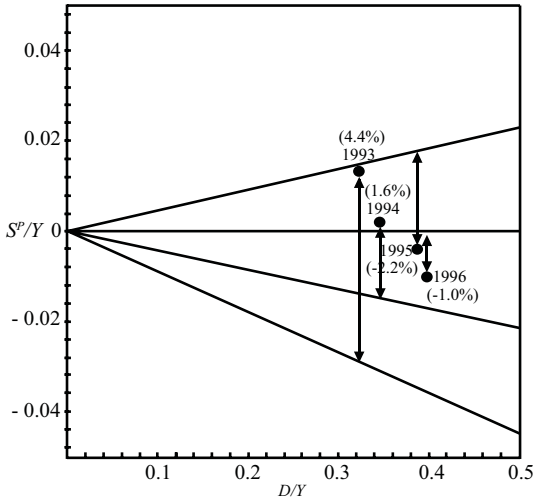


Tableau 2
Ecart à la zone de soutenabilité de l'Argentine 1993-1996

Années	1993	1994	1995	1996
i	0,0457	0,0455	0,0484	0,0527
g	0,1354	0,0885	0,0022	0,0547
D/Y	0,3280	0,3510	0,3920	0,3980
$S^p/Y_{réel}$	0,0150	0,0010	- 0,0040	- 0,0110
$S^p/Y_{néc} = (i - g)D/Y$	- 0,0294	- 0,0150	0,0180	- 0,0007
$S^p/Y_{réel} - S^p/Y_{néc}$	0,0444	0,0160	- 0,0220	- 0,0103

Source : FMI (Fonds monétaire international), Krueger [2002] et calcul des auteurs.

Le tableau n°2 indique comment les écarts à la frontière sont calculés, les droites apparaissant sur la figure n°5 étant les frontières de soutenabilité. Comme précédemment, la zone de soutenabilité se situe au-dessus de la frontière. $S^p/Y_{réel}$ correspond au solde primaire constaté et $S^p/Y_{néc}$ à celui qui serait nécessaire pour que le ratio dette publique/PIB demeure stable (ce qui est la définition de la soutenabilité au sens de Pasinetti). Enfin, $S^p/Y_{réel} - S^p/Y_{néc}$ signale l'écart entre le solde constaté et le solde nécessaire et mesure l'insoutenabilité de l'endettement public.[12] A titre d'illustration, il manquait 2,2% du PIB argentin en excédent primaire pour que les finances publiques soient soutenables en 1995, alors que les finances publiques étaient encore soutenables en 1994, l'Argentine bénéficiant d'une marge de 1,6% du PIB.[13] Le choc externe (la crise mexicaine) contamine l'économie réelle argentine *via* le régime monétaire en occasionnant un fort ralentissement de la croissance économique, et les finances publiques de l'Etat argentin se retrouvent fortement dégradées.

Suite à la crise mexicaine, les conditions de croissance de l'économie argentine changent : les entrées de capitaux étrangers sont à nouveau drainées pour environ 50% par les émissions de bons du trésor argentin. La fuite des capitaux se fait principalement au détriment du secteur privé non financier ; en d'autres termes, les investisseurs trouvent refuge dans les titres de la dette publique. Sans ces entrées de devises, le

maintien du régime monétaire ne pourrait être assuré. Mais, de nouveaux chocs exogènes, la crise asiatique (second semestre 1997) puis la crise russe (été 1998) éclatent, conduisant à de nouvelles fuites des capitaux. Pour expliquer ces phénomènes, nous pouvons avancer l'idée de la réalisation d'un comportement de « flight to quality » de la part des investisseurs. Les capitaux se retirent de l'Argentine, car les investisseurs cherchent à réduire leur exposition au risque sur l'ensemble des marchés « émergents ». Au moment de la crise mexicaine, nous notons ainsi un désinvestissement net des entreprises privées de 2,86 milliards de dollars en 1995, comparé à des afflux de plus de 7 milliards de dollars sur chacune des trois années précédentes (d'après les statistiques de balance des paiements, même source que précédemment). De même, suite aux crises asiatiques et russes, les entrées nettes de capitaux privés non financiers reculent : de 10,4 milliards de dollars en 1997, à 5,4 milliards en 1998, et seulement 1,4 milliard en 1999. Dans le même temps, les entrées nettes de capitaux au bénéfice de l'Etat passent de 8,1 milliards de dollars en 1997, à 9,4 milliards en 1998, pour atteindre 10,9 milliards en 1999, soit 80% des entrées nettes de capitaux de l'année (ce chiffre monte même à 95% en 2000). Surtout, la crise russe est marquée par l'échec de l'intervention des institutions financières internationales. Cette crise bouleverse les normes « mises en vigueur depuis le consensus de Washington. Selon ces règles non écrites mais mises en pratique au Mexique, la libéralisation financière des marchés émergents devait être encouragée coûte que coûte, y compris par la garantie des risques pris par les créanciers étrangers » (Aglietta [2001] p.35). La non-réalisation du comportement anticipé par les institutions internationales provoque une réévaluation du risque de l'ensemble des actifs, qui affectera les actifs détenus en Argentine. D'autre part, le défaut partiel de l'Etat russe réactualise la possibilité de tels défauts. Or, 50% des entrées de capitaux argentins sont provoqués par l'émission de bons du Trésor. Après la crise russe, l'estimation du risque souverain argentin croît fortement.

L'Argentine entre dans un cycle récessif à la fin de 1998

Le déficit structurel de la balance commerciale pose dorénavant problème, car il est de plus en plus difficilement compensé par des entrées de capitaux (des excédents de la balance financière). Avec une banque centrale qui ne peut émettre de la monnaie à discrétion, ni acheter des titres de dette publique lorsque c'est nécessaire, la survenue d'une double crise de liquidité, sur la dette publique comme sur les réserves de change, est rendue possible. Les entrées de capitaux à destination des agents privés se raréfient. L'année 2001 s'achève avec un solde négatif du compte financier (-5,4 milliards de dollars). Cela explique la crise de liquidité qui suit, « résolue » en catastrophe par la fermeture des accès aux comptes bancaires (corralito) puis la « pésification » de l'économie, c'est-à-dire la sortie du régime de convertibilité (le dollar n'a plus cours légal et la monnaie nationale est dévaluée). Lors de l'année 2001, le FMI a pourtant cherché à éviter cette crise. L'action du FMI est ainsi visible au travers des 10,7 milliards de dollars d'entrées nettes enregistrées dans la balance des paiements sous le compte Banque centrale, solde qui est la conséquence des 13,8 milliards de dollars de sorties provoquées par le secteur non financier. Malgré ces interventions, assurant un court répit dans le maintien de la liquidité disponible, on n'a pu rassurer les investisseurs. Et cela entretenait l'endettement public externe.

Ces réflexions sont synthétisées et mises en lumière par les résultats obtenus grâce à la méthodologie proposée par Pasinetti. Celle-ci permet en outre, dans la prochaine section, de comparer la situation argentine des années 2000 à celle observée en Grèce depuis l'adoption de l'euro. Nous partons de la relation (6) de Pasinetti. Les écarts à la frontière de soutenabilité, représentés par des flèches verticales, sont évalués en pourcentage du PIB et placés entre parenthèses à proximité de l'année considérée (*cf.* figure n°6). Nous voyons que, pour l'Argentine, l'écart à la frontière de soutenabilité en 2001 représente 9,9% du PIB (*cf.* tableau n°3). Un tel ajustement budgétaire est tout

simplement impossible à mettre en œuvre, *a fortiori* en période de récession et en raison des caractéristiques du régime monétaire argentine : le défaut est inévitable.[14]

Figure 6
Insoutenabilité de la dette publique argentine 1998-2001

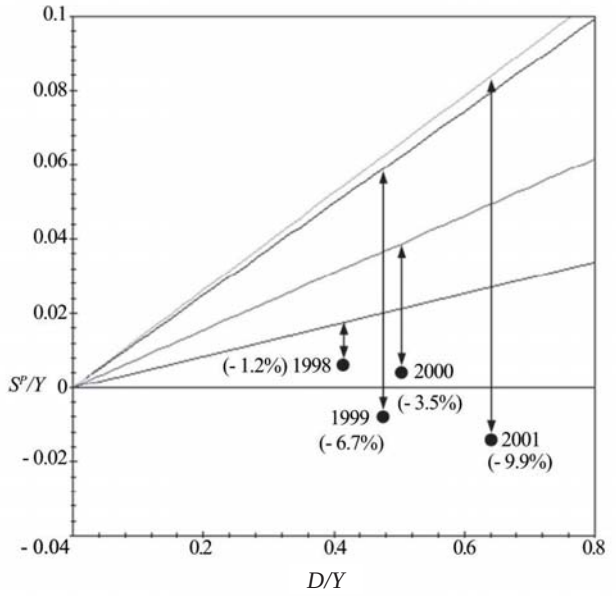


Tableau 3
Ecart à la zone de soutenabilité de l'Argentine 1998-2001

Années	1998	1999	2000	2001
i	0,0629	0,0717	0,0787	0,0764
g	0,0207	- 0,0515	0,0024	- 0,0545
D/Y	0,4130	0,4740	0,5080	0,6410
$S^p/Y_{réel}$	0,0050	- 0,0080	0,0040	- 0,0150
$S^p/Y_{néc} = (i - g)D/Y$	0,0170	0,0590	0,0390	0,0840
$S^p/Y_{réel} - S^p/Y_{néc}$	- 0,0120	- 0,0670	- 0,0350	- 0,0990

Source : FMI, Krueger [2002] et calcul des auteurs.

L'expérience grecque dans l'euro : des illusions de l'intégration monétaire sans coordination économique

Les avantages de l'intégration monétaire selon la littérature traditionnelle

Avant de se pencher sur la trajectoire grecque depuis l'adoption de l'euro, il convient de revenir sur une question essentielle : pour quelles raisons un pays choisirait-il d'intégrer une union monétaire ? Les arguments consacrés à la crédibilité et aux solutions en coin peuvent être à nouveau mobilisés, mais d'autres concernant l'intégration monétaire doivent être avancés.

Nous savons depuis les années 1960 et les travaux sur les zones monétaires optimales qu'une union monétaire, qui supprime les coûts de transactions entre monnaies nationales, ne peut fonctionner que sous certaines conditions. D'abord, une forte mobilité des facteurs de production (Mundell [1961]) qui permette aux travailleurs fragilisés des pays en déficit commercial, de s'implanter dans les pays en excédent commercial. Il faut aussi observer des transferts budgétaires des pays en excédent vers les pays en déficit, ainsi qu'une diversification productive importante permettant d'absorber un choc plus facilement (Kenen [1969]). Enfin, une convergence des taux d'inflation vers une norme commune est nécessaire (Fleming [1971]), sinon les pays à inflation basse seront systématiquement en excédent commercial, y compris en l'absence de chocs.[15] Ces conditions n'étant pas vérifiées, pourquoi la Grèce a-t-elle rejoint la zone euro ? Deux raisons peuvent être avancées.

Tout d'abord, les partisans de l'intégration monétaire ont mis en avant les gains extraordinaires et potentiels en termes de commerce international. Ainsi, Rose [2000], dans un article désormais célèbre, explique que les pays dotés d'une même monnaie commercent 3,35 fois plus que les pays avec une monnaie

différente. Entrer dans la zone euro devait donc permettre d'accroître de 235% son commerce avec les autres pays-membres, ce qui aurait un effet positif très large sur l'économie.[16] Si l'union monétaire favorise extraordinairement le commerce entre pays-membres, et donc leur intégration économique, elle tend aussi à synchroniser les économies nationales (les cycles économiques étant corrélés).[17] La conséquence est immédiate : les chocs asymétriques sont plus rares et l'utilité d'avoir sa propre politique monétaire s'en trouve très réduite. Le carcan monétaire rigide, incarné par la zone euro dans le cas de la Grèce, ne serait pas un problème mais une solution car il permettrait de mettre fin à la volatilité des taux de change ce qui favoriserait les échanges internes à la zone euro. Cette assertion a souvent été avancée par les partisans de l'euro quand bien même il n'existe aucun lien négatif clair entre variabilité forte du change et croissance réelle des exportations selon Bailey, Tavlas et Ulan [1987].

Ensuite, un régime monétaire contraignant a été perçu comme le signe d'une crédibilité accrue pour un pays en matière de lutte contre l'inflation. Celle-ci est alors primordiale car elle permet de rassurer les investisseurs sur le remboursement des créances et le maintien d'une prime de risque à un niveau faible. Selon Giavazzi et Pagano [1988], l'entrée dans une union monétaire, à l'instar du SME, permettrait à un pays de contenir les prix et d'acquérir la crédibilité. Ainsi, l'union monétaire a un effet positif pour un pays périphérique qui fixe son taux de change à l'égard d'un pays du centre à basse inflation. En fait, ne pouvant dévaluer sa monnaie à loisir, « il se lie les mains »[18] et se trouve ainsi dans l'obligation de contrôler strictement les prix, ce que les agents incorporent dans leurs anticipations d'inflation et leurs revendications salariales. Au final, ceci rend crédible une politique monétaire de lutte contre l'inflation, *a fortiori* dans une union monétaire supposée irrévocable.

Le paradoxe de cette stratégie est que la recherche *ex ante* de la crédibilité à tout prix tend à étouffer l'activité économique et tue cette même crédibilité *ex post* car le régime monétaire, de par sa rigidité, n'offre aucune résilience aux chocs externes. Au contraire, il les amplifie ce qui rend difficile toute

tentative de rééquilibrage comme le montre la politique de dévaluation interne aujourd'hui suivie par la Grèce. En outre, si nous considérons que le régime monétaire adopté par ce pays est incohérent, c'est parce qu'il comporte un fort biais déflationniste.

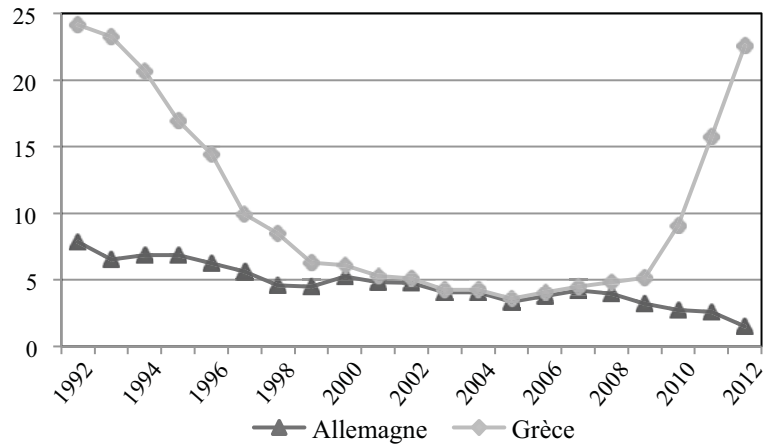
La trajectoire grecque des années 2000, ou l'impossibilité d'une union monétaire sans coordination économique

Pour comprendre le défaut grec décidé en 2011, il convient de se pencher sur l'histoire économique du pays depuis les années 1990, tout en ayant en tête les arguments théoriques que nous venons de rappeler. L'admission de la Grèce en 1981 dans la Communauté économique européenne (CEE) peut s'interpréter comme un encouragement politique, plus qu'économique, des pays européens à l'égard d'un pays qui vient de sortir de la dictature des colonels. De même, l'entrée dans l'euro en 2001, soit deux ans seulement après sa création, peut s'analyser comme un fait politique plus que comme la reconnaissance d'une réelle convergence économique.

La Grèce présente en 1981 un niveau de vie inférieur de moitié à la moyenne des autres membres de la CEE, ce qui légitimera des versements d'aides européennes très importantes[19] afin d'enclencher un processus de rattrapage rapide. L'entrée dans l'euro en 2001 fait suite à des mesures d'austérité sévères que les gouvernements grecs ont adoptées dans les années 1990 afin de se conformer aux critères de convergence relatifs au rythme d'inflation et aux finances publiques (taux d'intérêt élevés, privatisations, gel du traitement des fonctionnaires, baisses des dépenses publiques, hausses des impôts...). A court terme, la stratégie semble être couronnée d'un certain succès. La diminution du « spread » d'intérêt s'effectue en particulier sur les titres de la dette publique dans les années 1990 entraînant l'ensemble des taux d'intérêt dans son sillage. Cela peut se lire comme la réussite de la politique de recherche de crédibilité. Comme l'indique la figure n°7, au lendemain de l'adhésion de la Grèce à l'euro, le niveau des taux d'intérêt baisse

fortement pour venir tutoyer les niveaux allemands avec un spread jusqu'en 2008 quasi nul.

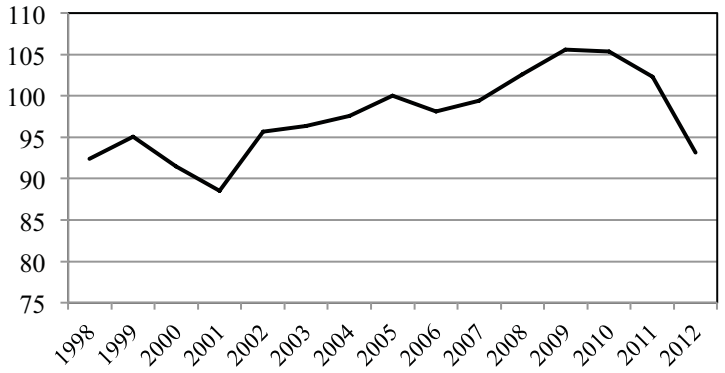
Figure 7
Taux d'intérêt nominaux de long terme, 1992-2012



Source : Ameco (données macroéconomiques annuelles fournies par la Commission européenne).

Cet effet expansionniste pour l'économie grecque, qui encourage les dépenses par endettement (privé ou public), rappelle la période connue par l'Argentine de 1992 jusqu'à la crise mexicaine de 1994. Il s'effectue, là aussi, au prix de la disparition d'un taux de change propre. D'une part, la compétitivité de l'économie grecque a pu souffrir de l'appréciation particulièrement notable de l'euro au niveau extra-européen sur la période 2001-2008 (à titre d'exemple, l'euro s'échangeait contre 0,91 dollar américain en septembre 2001 et contre 1,57 dollar en juillet 2008).[20] D'autre part, les différences de rythme d'évolution des grandeurs nominales (prix et salaires) entre pays-membres de l'euro ne sont plus compensées par des variations de change. L'expansion générant des évolutions nominales relativement importantes, la compétitivité se dégrade (*cf.* figure n°8).

Figure 8
Taux de change effectif réel grec (1998-2012) en Europe



Source : Ameco, série XUNRQ.
Note : figure ici le taux de change effectif réel de la Grèce exprimé à l'incertain ; les unités de monnaie grecque sont exprimées en devises, base 100 = 2005. Une diminution du taux de change réel indique un gain de compétitivité réelle de l'économie. Cette série de données est fournie par Ameco et indique la performance du pays considéré par rapport aux 14 autres économies qui formaient l'Union européenne entre 1995 et 2004, à l'exclusion du Luxembourg. Nous repérons ici de 2001 à 2009 une perte de compétitivité de l'économie grecque de l'ordre de 17 points par rapport à l'ensemble des autres économies européennes.

Le régime monétaire grec des années 2000 renvoie donc, par bien des aspects, au régime monétaire argentin des années 1990 : dans les deux cas, les pays ont renoncé à l'autonomie de la politique monétaire et à la capacité d'intervention discrétionnaire et en dernier ressort de leur banque centrale ; dans les deux cas, l'arme de la dévaluation externe a disparu ; dans les deux cas, les déficits commerciaux générés par une surévaluation progressive du taux de change réel vont de pair avec des déficits publics, nécessaires pour soutenir l'activité économique.

La Grèce connaît dans les années 2000 une croissance très forte permise par des taux d'intérêt bas. La dette privée des ménages alimente une demande vivace, qui contribue à creuser le déficit commercial par les importations. Il apparaît au niveau de l'évolution des balances financières des secteurs institutionnels que le déficit de la balance courante se creuse à partir de 2000, en même temps que l'endettement des ménages (*cf.* tableau n°4). Le pays est ici emprisonné dans son choix monétaire : tant qu'il

connaîtra une demande interne soutenue, il devra souffrir d'un déficit commercial important causé par des importations dynamiques d'une part, et des exportations rendues atones par l'appréciation du change réel d'autre part. En l'absence d'un ajustement du taux de change permettant à la fois de retrouver de la compétitivité au niveau de ses exportations et de renchérir le prix de ses importations, la Grèce est condamnée à voir ce déficit commercial perdurer. Cette position, structurellement insoutenable, ne peut conduire qu'à un endettement de l'Etat, pour tenter d'atténuer les effets récessifs causés par le change trop élevé (désindustrialisation, chômage). Nous retrouvons ici les germes d'une situation bien connue de « twin deficits ».

Tableau 4
Balances financières par secteur institutionnel pour la Grèce, en % du PIB

Années	1995-1999	2000-2004	2005-2009
Capacité de financement de l'économie	- 0,012	- 0,104	- 0,132
Capacité de financement des entreprises	- 0,006	0,041	0,042
Capacité de financement de l'Etat	- 0,057	- 0,053	- 0,088
Capacité de financement des ménages	0,041	- 0,091	- 0,083

Source : Ameco (extraction du 11/04/2013), moyennes sur 5 ans. Alors que pour chaque année, la somme des 4 capacités de financement aboutit nécessairement à 0 (contrainte comptable), cette égalité comptable n'est pas vérifiée lorsque l'on prend des moyennes sur plusieurs années (la somme des moyennes est différente de la moyenne des sommes).
Note : un signe (-) indique une situation d'emprunteur net sur l'année, un signe (+) une situation de prêteur net.

En plus de cette tendance à la hausse du déficit public liée à la situation du commerce extérieur, la Grèce connaît une autre source de déficit public dans les années 2000. Afin de satisfaire les critères d'adhésion à l'euro, l'Etat grec avait initialement cherché, depuis 1990 et jusqu'en 2000, à augmenter les impôts. Cet effort se traduit par l'émergence d'un fort excédent primaire, le déficit total n'étant que la conséquence d'un fort endettement public consenti à des taux d'intérêt élevés dans les années 1980 notamment (*cf.* tableau n°5). Mais une fois l'entrée dans l'euro acquise en 2000 (pour une adoption effective en 2001), l'Etat grec diminue nettement les impôts, sans rogner sur les dépenses, au point qu'un déficit primaire réapparaît dès 2003

(*cf.* figure n°9). Entre 2000 et 2006, le ratio de dette publique est relativement stable alors qu'il aurait pu fortement baisser si l'Etat avait su prélever l'impôt au niveau où il le faisait en 2000.

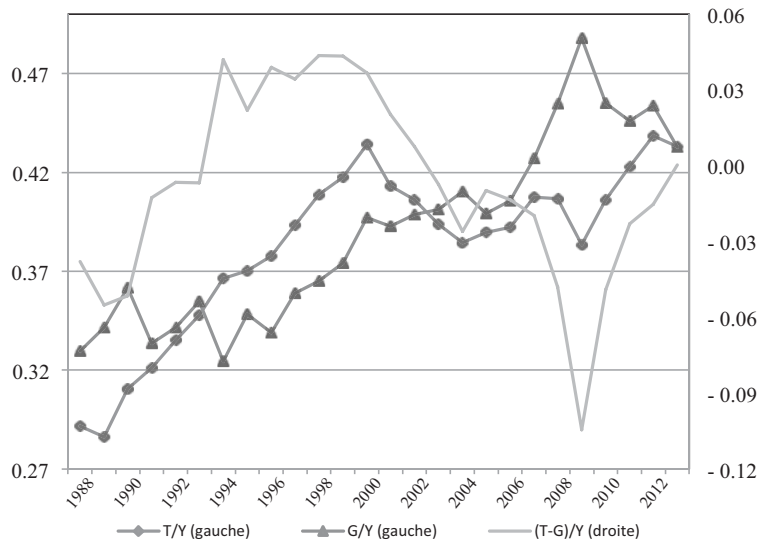
Tableau 5
Finances publiques grecques sur la période 1995-2011

Années	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
D/Y	0,970	0,994	0,966	0,945	0,940	1,034	1,037
i	0,131	0,119	0,103	0,092	0,083	0,084	0,067
g	0,121	0,099	0,107	0,087	0,066	0,080	0,074
S/Y	- 0,091	- 0,066	- 0,059	- 0,038	- 0,031	- 0,037	- 0,044
S^p/Y	0,022	0,039	0,034	0,043	0,043	0,036	0,020

Années	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
D/Y	1,017	0,974	0,989	1,012	1,075	1,072	1,129	1,297	1,483	1,706
i	0,057	0,053	0,055	0,047	0,047	0,045	0,049	0,045	0,043	0,045
g	0,070	0,101	0,074	0,052	0,081	0,070	0,045	- 0,009	- 0,039	- 0,061
S/Y	- 0,048	- 0,057	- 0,074	- 0,056	- 0,060	- 0,068	- 0,099	- 0,156	- 0,108	- 0,095
S^p/Y	0,007	- 0,007	- 0,026	- 0,010	- 0,013	- 0,020	- 0,048	- 0,105	- 0,049	- 0,023

Source : Ameco (extraction du 11/04/2013) et calculs des auteurs.

Figure 9
Recettes, dépenses et déficit primaire en % du PIB



Source : Ameco, extraction du 17/04/2013.

Le problème de soutenabilité de la dette publique grecque ne se pose de manière criante qu'à partir de 2007. Dans ce qui suit, nous nous basons sur la relation (5) de Pasinetti.[21] En 2007, le ratio dette publique/PIB devrait, *a priori*, diminuer car la Grèce se situe dans la zone de soutenabilité. En effet, son déficit public total atteint 6,7% du PIB alors qu'un déficit de 7,4% est suffisant pour assurer la stabilité du rapport *D/Y*, ceci lui laissant une marge de 0,7%. Malgré tout, le ratio d'endettement s'accroît en 2008, du fait du tassement de la croissance économique qui déplace la frontière de soutenabilité vers le haut alors que le déficit public atteint 9,9% du PIB, conséquence de la crise financière mondiale et de la hausse du chômage (*cf.* figure n°10 et tableau n°6). En outre, la distance à la frontière de soutenabilité ne cesse de s'agrandir. En 2009, c'est un écart de 16,7% du PIB qui sépare le déficit public effectif du déficit public nécessaire à la soutenabilité de la dette. Nous voyons ici que, comme dans le cas argentin, le défaut devient inéluctable.

Figure 10
Insoutenabilité de la dette publique grecque 2007-2009

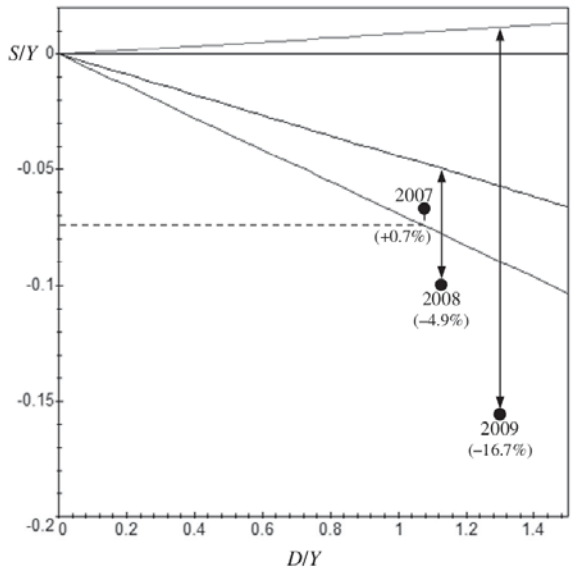


Tableau 6
Ecart à la zone de soutenabilité de la Grèce 2007-2009

Années	2007	2008	2009
g	0,069	0,044	- 0,009
D/Y	1,072	1,129	1,296
$S/Y_{réel}$	- 0,067	- 0,099	- 0,156
$S/Y_{néc} = -gD/Y$	- 0,074	- 0,050	0,011
$S/Y_{réel} - S/Y_{néc}$	0,007	- 0,049	- 0,167

Sources : Ameco et calculs des auteurs.

Des réponses qui divergent

Face à un problème similaire de dette publique devenue insoutenable dans un régime monétaire marqué par une rigidité des changes (déficits commerciaux structurels) et une banque centrale dépourvue de son rôle de prêteur en dernier ressort (taux d'intérêt élevés), Argentine et Grèce n'ont pas suivi le même chemin.[22] L'Argentine a délaissé son régime monétaire incohérent pour s'attaquer à sa dette publique et à sa mauvaise dynamique macroéconomique. La Grèce cherche toujours à se maintenir dans la zone euro, au prix de lourds sacrifices, par ailleurs inutiles quant à sa dynamique macroéconomique. Ici, on étudiera les deux politiques suivies pour résoudre la crise : défaut et dévaluation externe en Argentine, contre austérité et dévaluation interne en Grèce.

La réponse argentine : changer le régime monétaire pour modifier les règles du jeu

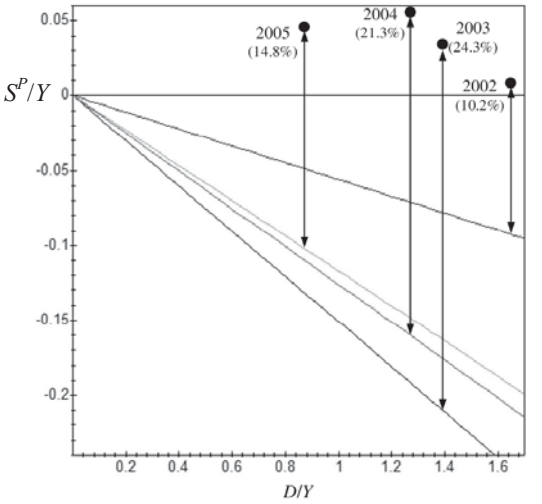
Quatre années après le défaut,[23] l'Argentine a retrouvé un taux de croissance très élevé *via* l'effet positif de la dévaluation sur la balance commerciale. Le différentiel taux d'intérêt/taux de croissance devient négatif ce qui abaisse fortement la frontière de soutenabilité. Ainsi, l'endettement public sur PIB diminue-t-il fortement (de 165% en 2002 à 87,1% en 2005) car le pays se situe systématiquement dans la zone de soutenabilité (*cf.* tableau n°7 et figure n°11).

Tableau 7
Ecart à la zone de soutenabilité de l'Argentine 2002-2005

Années	2002	2003	2004	2005
i	0,102	0,055	0,065	0,071
g	0,158	0,206	0,191	0,188
D/Y	1,650	1,394	1,270	0,871
$S^P/Y_{réel}$	0,009	0,034	0,054	0,046
$S^P/Y_{néc} = (i - g)D/Y$	- 0,093	- 0,209	- 0,159	- 0,102
$S^P/Y_{réel} - S^P/Y_{néc}$	0,102	0,243	0,213	0,148

Sources : FMI, Krueger [2002] et calculs des auteurs.

Figure 11
Soutenabilité de la dette publique argentine 2002-2005



Quelles furent les conditions de ce redressement[24] (non seulement rapide mais qui se maintient tout au long des années 2000) ? Dès 2003 les taux de croissance sont très forts. La dévaluation importante du peso protège certains secteurs (notamment l'industrie textile, l'automobile ou la petite mécanique), mais l'Argentine profite aussi d'une très nette amélioration de ses termes de l'échange, largement tirée par la progression des prix mondiaux des matières premières et agricoles (Lo Vuolo [2007]).[25]

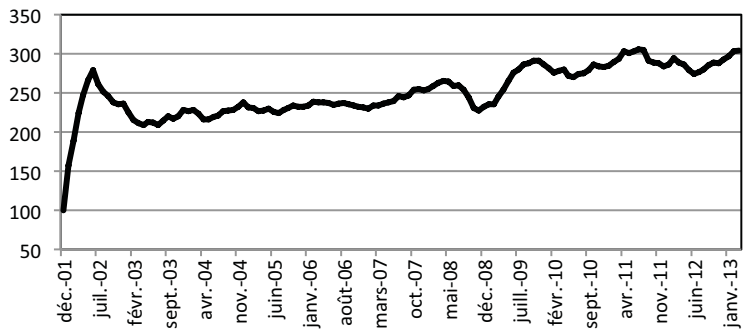
Tableau 8
Taux de croissance du PIB réel argentin depuis 2000

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
- 0,8	- 4,4	- 10,9	8,8	9	9,2	8,5	8,7	6,7	0,8	9,2	8,9	1,9

Source : INDEC.

L'économie argentine s'engage alors dans un cercle vertueux. L'augmentation des exportations permet dans un premier temps à la demande argentine de résister ; sans le commerce extérieur, la récession observée en 2002 aurait été encore plus violente. La politique monétaire est largement mobilisée afin d'empêcher une appréciation réelle du peso, voire d'encourager une dépréciation réelle. L'objectif poursuivi par les autorités est la conservation de soldes largement positifs de la balance commerciale qui permettent un accroissement des réserves de change. Cet objectif est tenu depuis lors, à l'exception de l'année 2009, et sur la période la plus récente.

Figure 12
Evolution du taux de change réel multilatéral (TCRM) des devises en pesos de décembre 2001 à janvier 2013 (base 100 = décembre 2001)



Source : BCRA.
Note : la figure n°12 est la suite chronologique de la figure n°3, la lecture en est donc la même. Une élévation du TCRM indique une progression de la compétitivité/prix des produits argentins.

La politique monétaire est résolument active ; la banque centrale ne se limite pas à la lutte contre l'inflation mais elle appuie l'action du Trésor et elle intervient sur le marché des changes (notamment afin de limiter les effets de « maladie hollandaise »).[26] Dès 2003 la consommation repart, grâce à la relance de l'emploi et à la baisse du chômage. La progression de la consommation explique alors près de la moitié de la croissance du PIB. L'investissement, qui avait atteint son niveau le plus bas en 2002 (environ 11% du PIB), croît aussi grâce à une demande interne soutenue et à l'augmentation des capacités de production du secteur exportateur.

Tableau 9
Taux de chômage en Argentine

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
18,3*	17,5*	14,5	12,1	10,1	8,7	7,5	7,3	8,4	7,5	6,7	6,9	6,4

Source : INDEC.
* A la fin de 2002, les statistiques sont fournies par l'INDEC sur un nouveau rythme. Jusqu'en 2002 elles étaient publiées en mai et octobre, par la suite, elles le sont de façon trimestrielle. Pour 2001 et 2002 nous donnons la statistique fournie pour octobre, par la suite celles indiquées lors du dernier trimestre de l'année. Le pic du taux de chômage est recensé en mai 2002, avec 21,5%. La diminution du taux de chômage débute donc au cours de l'année 2002, ce qui est cohérent avec notre analyse.

La reconfiguration du régime monétaire argentin déclenchée à la fin de l'année 2001 a permis à l'Argentine de se placer sur un sentier de croissance qu'elle n'aurait pu emprunter autrement. Certes, douze ans plus tard, l'Argentine rencontre de nouvelles difficultés macroéconomiques. Sur la période la plus récente, le taux de croissance du PIB réel a été freiné (1,9% en 2012 et 3% en 2013 selon l'INDEC, publication préliminaire pour 2013 consultée le 5 mai 2014), l'excédent commercial a nettement diminué (9,7 milliards de dollars en 2011, 0,7 milliard en 2013) et surtout, l'inflation s'est renforcée constamment depuis 2005. En 2013, mesurée sur les prix à la consommation, elle atteignait officiellement 10,9%, mais ces chiffres semblent sous-estimés.[27]

D'un autre côté, comme indiqué au sein du tableau n°9, le taux de chômage est très faible en comparaison de 2001 (sans qu'il y ait de contestation de sa mesure). Le taux d'utilisation des

capacités de production dans l'industrie a nettement augmenté[28] dans tous les secteurs d'activité, ce qui a sous-tendu un processus de ré-industrialisation. Les inégalités fonctionnelles (entre revenus du travail et revenus du capital) comme les inégalités personnelles (entre ménages riches et ménages pauvres) ont diminué (au moins jusqu'en 2011, date, à notre connaissance, de la publication la plus récente sur cette thématique ; voir Salama [2011]). Enfin, si le solde budgétaire primaire a connu un léger déficit en 2012 (de 0,2% du PIB), les contraintes pesant aujourd'hui sur les finances publiques n'ont rien de comparables à celles rencontrées dans les années 1990.

Une autre manière de considérer que l'Argentine est aujourd'hui dans une situation moins fragile que dans les années 1990 est de comparer les conséquences des crises internationales. Comme nous l'avons indiqué, les conséquences des crises mexicaine (1994), asiatique (1997) puis russe et brésilienne (1998) ont été immédiates et importantes sur l'économie argentine. *A contrario*, cette économie n'a pas encore connu de récession malgré la crise financière internationale de 2008, l'enlisement prolongé de la zone euro et le ralentissement de l'économie mondiale depuis 2010. Enfin, les fortes dépréciations des monnaies de nombreuses économies émergentes qui se sont déroulées au tout début de l'année 2014 ne peuvent être isolées de l'incertitude pesant sur la politique monétaire menée par les Etats-Unis dans un contexte global d'instabilité des changes.

L'Argentine fait actuellement face à un difficile défi, qui n'a cependant rien à voir avec celui rencontré à la fin des années 1990 : il lui faut parvenir à briser la spirale inflationniste sans déprimer l'activité et rendre son cycle d'activité moins dépendant de la conjoncture internationale *via* ses exportations. Une réflexion sur ces enjeux dépasse l'ambition de cet article ; toutefois, l'Argentine semble aujourd'hui bénéficier de plus d'options de politique économique que lorsqu'elle était prisonnière de son régime monétaire comme dans les années 1990. Aujourd'hui les mécanismes d'ajustement ne sont pas contraints par le choix de l'actuel régime monétaire et l'instabilité externe n'est pas accrue sur un plan interne par celui-ci. En définitive, nous estimons que l'Argentine *post*-Currency Board est dotée d'une plus

grande résilience, bien que récemment menacée dans la restructuration même de sa dette (*cf. infra*).

La réponse grecque : conserver le régime monétaire et obéir aux institutions internationales

La Grèce n'a, pour le moment, pas suivi le même chemin que l'Argentine. Certes, elle a obtenu un « haircut » sur sa dette publique,[29] mais elle n'a pas modifié son régime monétaire incohérent, source d'une partie de la dette publique. La politique d'austérité, supposée résorber les déficits et diminuer le poids de l'endettement public dans le PIB, a eu des conséquences sociales catastrophiques sans améliorer sensiblement la situation des finances publiques.[30] Nous constatons que les écarts entre l'excédent public total nécessaire à la soutenabilité de la dette et la situation réelle, à savoir la persistance des déficits, restent trop importants. Par ailleurs, d'un point de vue macroéconomique, la Grèce est laminée comme le montre la remontée de la frontière de soutenabilité, signe de la dépression (- 7,1% en 2012) (*cf.* figure n°13 et tableau n°10).

Figure 13
Effet de l'austérité sur la soutenabilité de la Grèce 2010-2012

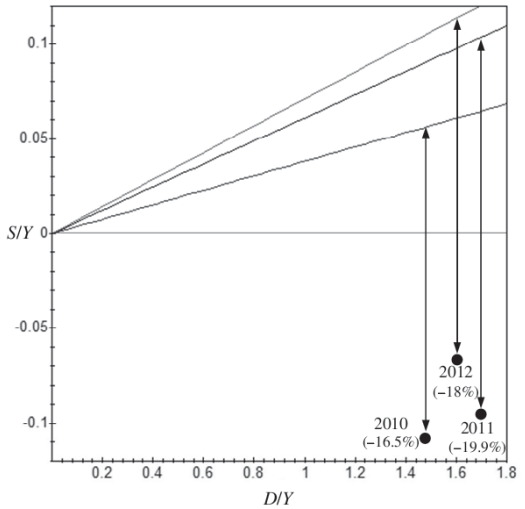


Tableau 10
Ecart à la zone de soutenabilité de la Grèce 2010-2012

Années	2010	2011	2012
g	- 0,038	- 0,061	- 0,071
D/Y	1,483	1,705	1,615
$S/Y_{réel}$	- 0,108	- 0,095	- 0,066
$S/Y_{néc} = - gD/Y$	- 0,057	- 0,104	0,114
$S/Y_{réel} - S/Y_{néc}$	- 0,165	- 0,199	- 0,180

Sources : Ameco et calcul des auteurs, extraction du 17/04/2013.

Sans la possibilité de dévaluer pour accroître sa compétitivité, la Grèce continue d'être pénalisée par un euro trop fort vis-à-vis de ses partenaires européens et des pays extra-européens. Pour regagner en compétitivité à l'intérieur de l'union monétaire, le choix a donc été fait d'opérer une dévaluation interne par la baisse des salaires.

Le raisonnement est le suivant. La baisse des salaires peut avoir deux effets. Soit elle entraîne, par répercussion, une baisse des prix qui restaure la compétitivité-prix des entreprises grecques et permet de retrouver un solde commercial positif. Les effets négatifs sur la demande globale étant atténués par la très forte hausse des exportations et par la baisse des prix internes qui n'amputerait pas le pouvoir d'achat des ménages. Soit les entreprises préfèrent restaurer leurs marges de profits et ne diminuent pas les prix. Ceci doit avoir un effet sur l'investissement et, à terme, sur l'emploi. Ce deuxième effet se base sur l'aphorisme souvent brandi par les entrepreneurs mais venant d'Helmut Schmidt, ancien chancelier de la RFA : « les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain et les emplois d'après-demain ». A regarder de près, aucun de ses mécanismes ne se vérifie (*cf.* tableau n°11).

Tableau 11
Données macroéconomiques sur la Grèce 2009-2013

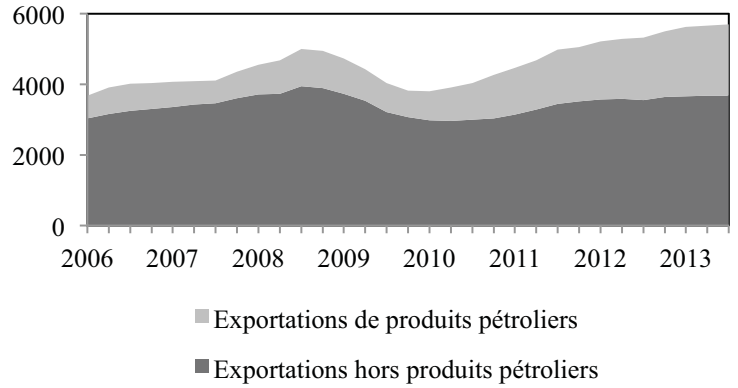
Années	2009	2010	2011	2012	2013
Masse salariale totale (Mds d'€ courants)	84.9	80.5	73.3	64.0	57.4
Part des salaires dans le PIB (%)	55.7	55.0	53.4	50.5	48.0
Inflation (CPI en %)	1.3	4.7	3.1	1.0	- 0.8
Exportations (Mds d'€ aux prix de 2005)	41.0	43.1	43.3	42.2	43.3
Importations (Mds d'€ aux prix de 2005)	64.3	60.3	55.9	48.2	44.8
FBCF (Mds d'€ aux prix de 2005)	41.7	35.5	28.5	23.0	21.7

Source : Ameco et FMI, extractions du 18/02/2014.

Tout d'abord, si l'inflation a diminué, les prix n'ont jamais baissé entre 2009 et 2012. Le déficit commercial s'est réduit simplement parce que les importations se sont effondrées. Les exportations totales n'ont augmenté que de 0,4% en volume entre 2010, début de l'austérité, et 2013. Ainsi, un examen attentif de la composition du commerce extérieur de ce pays montre que la contraction budgétaire n'a pas fondamentalement rendu l'économie grecque plus compétitive. Du côté des services, les exportations déclinent mais la balance commerciale reste positive car la chute des importations est plus importante. Concernant les marchandises, l'amélioration de la compétitivité des exportations s'effectue en trompe-l'œil. La figure n°14 montre l'effet fortement positif des exportations de produits pétroliers tandis que les exportations de biens grecs, hors produits pétroliers, ont tendance à stagner. La désinflation, puis la déflation de 2013, n'ont pas suffi à renforcer la compétitivité de ce pays, car la chute concomitante de l'investissement a limité le remplacement du stock de capital obsolète. En réalité, les entreprises ont produit des biens avec des salariés moins chers utilisant des machines vieillissantes, ce qui explique la chute accélérée de la productivité depuis 2010. Ensuite, la consommation a chuté du fait de la « fonte » des revenus salariaux des ménages grecs entraînant dans son sillon la baisse des profits et de l'investissement, rappelant ainsi, au passage, que le soi-disant théorème de Schmidt peut être questionné sur sa causalité (*cf.* Kalecki [1954]). En outre, les profits baissant à un rythme inférieur aux salaires, la part de ces derniers dans le PIB a atteint un niveau

historiquement bas depuis 1960. Enfin, l'investissement atone et le contexte économique international défavorable contribuent à contracter un peu plus la demande interne. Celle-ci recule sous les effets de la politique visant à la dévaluation interne. La situation grecque actuelle est similaire à celle rencontrée par l'Argentine lors des années 2000 et 2001, avant qu'un défaut d'ampleur et un changement de régime monétaire n'interviennent en 2002.

Figure 14
Composition des exportations grecques (millions d'euros)



Source : Bank of Greece et calculs des auteurs sur données trimestrielles, moyenne mobile sur 1 an.

Désormais, il nous semble que deux possibilités se dégagent en ce qui concerne la Grèce. Elles sont exclusives l'une de l'autre mais toutes deux nécessitent une même condition : la coopération des Etats européens. Dans l'optique d'un maintien de la Grèce dans la zone euro, un changement de régime monétaire, impliquant une renégociation des traités européens, nous apparaît indispensable. L'objectif est ici de maintenir le « spread » de taux à un niveau soutenable du point de vue des finances publiques et de résoudre le problème du déficit public. Du point de vue de la résorption des déséquilibres commerciaux, une politique de relance forte dans les pays ayant un fort excédent commercial (Allemagne, Autriche, Pays-Bas) est essentielle. Elle

permettrait d'éliminer raisonnablement le déficit du commerce extérieur autrement que par une politique d'austérité qui, en brisant la demande interne, fait chuter les importations. Une condition fondamentale pour qu'une telle politique réussisse consiste à supposer une coopération entre pays de la zone euro et une inversion complète de l'idéologie qui a prévalu jusqu'à présent.[31] Cela s'apparente à une solution « keynésienne » à la crise actuelle, solution défendue, par exemple, par Schiaffino [2013].

Autre possibilité, la sortie de la Grèce de la zone euro. Une politique visant à résoudre la question de la dette publique consisterait alors à décider un défaut généralisé. Cette stratégie impose de trouver un accord sur la parité entre la dette publique restante autrefois libellée en euros et sa conversion en dette publique libellée désormais en drachme. Il ne faudrait pas que les marges de manœuvre dégagées par le défaut soient contrebalancées par une dépréciation trop forte de la nouvelle monnaie grecque venant alourdir le poids des remboursements de la dette publique restante. Une autre solution serait la conversion de la valeur faciale des titres de dettes au taux de un euro pour une drachme, ce qui n'introduirait pas de contrainte sur les ajustements ultérieurs du taux de change. Ce type de solution est toutefois potentiellement soumis aux règles de droit étranger ou international dès lors que les titres ont été émis dans une juridiction étrangère. C'est exactement la situation dans laquelle se trouve justement l'Argentine depuis juin 2014 : un juge new-yorkais ayant statué en faveur de créanciers qui ont refusé (contrairement à 93% d'entre eux) la restructuration proposée par l'Argentine en 2005 et 2010. Or, en vertu de la clause « *Pari Passu* » qui impose une égalité de traitement des créanciers, si l'Argentine honore certains créanciers aux conditions contractuelles initiales, cela provoque, de fait, la rupture des accords de restructuration. Cette situation explique le « défaut technique » rencontré par l'Argentine au second semestre 2014. Le FMI lui-même s'alarme de cette situation ubuesque : en septembre 2014, dans un rapport signé par le « staff », l'institution préconise de limiter la portée de la clause *Pari Passu*, mais surtout de renforcer juridiquement les clauses d'actions collectives : une majorité de créanciers devraient ainsi pouvoir imposer sa volonté

de restructuration à une minorité de créanciers. Néanmoins, un traitement complet de cette question dépasse le cadre de cet article. Retenons qu'un tel acte de restructuration, s'il était mené, pourrait signifier une sortie de la zone euro pour la Grèce. Ainsi, elle récupérerait une banque centrale nationale souveraine, c'est-à-dire avec le pouvoir de battre monnaie et d'acheter les obligations d'Etat sur le marché primaire. La mise en place de contrôles sur les mouvements de capitaux internationaux sera indispensable afin de limiter les mouvements susceptibles de déstabiliser le taux de change de la nouvelle monnaie grecque. C'est donc une double remise en cause qui se joue ici : l'indépendance des banques centrales et la libéralisation financière. Enfin, la résolution du déficit commercial passerait par une dévaluation relativement forte de la monnaie nationale afin de relancer les exportations grecques. La compétitivité/prix serait ainsi retrouvée sans en passer par la poursuite de la dévaluation interne et l'explosion du chômage, avec néanmoins le risque d'une inflation importée, qui pourrait être moindre que dans le cas argentin, compte tenu des réserves d'hydrocarbures grecs.

La méthodologie empruntée à Pasinetti nous a permis de mettre en évidence la rapidité et la violence des mécanismes pouvant mener à l'insoutenabilité des dettes publiques, mécanismes encouragés par des régimes monétaires alors incohérents. L'incohérence d'un régime monétaire peut être repérée s'il amplifie les chocs externes, notamment à travers une forte variabilité à la hausse des taux d'intérêt internes, et si les mécanismes d'ajustement sont trop sévèrement contraints. La crédibilité initialement fournie par un régime monétaire rigide est donc affaiblie par les mauvaises performances macroéconomiques et/ou les chocs externes, rendant ce type de régime extrêmement vulnérable.

Cet article souligne que les conditions d'insertion dans l'économie mondiale et les arrangements monétaires, bien que

rarement étudiés dans ce cadre, importent dans les questions relatives à la soutenabilité des finances publiques. Les pays avec un régime de change fixe connaissent des taux de croissance du PIB plus faibles (notamment par le canal des exportations) comme le montrent les études empiriques de Levy-Yeyati et Sturzenegger [2003] ou Edwards et Levy-Yeyati [2005]. Si le PIB est affecté négativement par le change rigide, il devient plus difficile de créer la richesse qui remboursera le stock des dettes souveraines et le risque de défaut devient donc plus élevé. Par ailleurs, la littérature économétrique récente (*cf.* JahJah, Wei et Yue [2013]) retrouve bien le mécanisme que nous décrivons lorsqu'elle estime que les pays avec un change fixe souffrent d'un écart de taux d'intérêt plus élevé que ceux en change flexible, ce qui signifie bien un risque de défaut plus important. En définitive, il y a bien une causalité entre change fixe et défaut de paiement et non une simple corrélation.

Néanmoins, l'arrangement monétaire ne repose pas uniquement sur le régime de change : il repose aussi sur les modalités du financement de la dette publique et les objectifs poursuivis par la banque centrale. Le point clef, et cet article s'est attaché à le montrer, est donc que l'arrangement monétaire (et non le seul change) se doit d'être flexible, pour parer notamment aux changements du contexte international (*cf.* la période récente avec le « tapering » et les crises de change des pays émergents). Dans le cas contraire, la rigidité de cet arrangement risque d'être contre-productive, avec une recherche de crédibilité *a priori* qui se transforme en piège *a posteriori*.

Il serait donc nécessaire et prudent de mettre en cause l'arrangement monétaire avant qu'un pays ne soit en difficulté quant à son endettement externe. Les effets de la libéralisation financière sont aussi en cause. Selon nos conclusions et observations, il est pour le moins surprenant de ne pas avoir assisté à une remise en question de la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne. La réflexion menée ici est clairement en porte-à-faux avec l'idée selon laquelle un pays en difficulté quant à son endettement public externe doit, à tout prix, effectuer un ajustement fiscal afin de restaurer la confiance des marchés financiers et rendre l'économie attractive pour attirer les capitaux et générer

une baisse des taux d'intérêt. Ce mécanisme ne fonctionne pas car il nourrit la récession et trace la route vers le défaut.

Les deux expériences étudiées, argentine et grecque, ainsi que les voies empruntées pour tenter de résoudre le problème, nous permettent de dresser d'importantes leçons de politique économique : l'union monétaire n'est pas une bonne chose si elle n'est pas couplée avec une coordination salariale permettant d'éviter le creusement des déséquilibres extérieurs ; la disparition d'une banque centrale capable de mettre en place une politique discrétionnaire est une hérésie. Le relatif succès argentin depuis 2002, et l'échec patent grec depuis 2009, ne doivent pas cependant nous conduire à préconiser des politiques de dévaluation externes pour tous, et nous interdire des politiques d'austérité *ubique et semper*. De même, il serait profondément erroné de croire qu'une politique d'austérité ne doit jamais être mise à l'ordre du jour. Simplement, austérité bien ordonnée commence par s'effectuer en période de croissance, pas en période de récession.

La plus grande leçon à tirer de ces expériences est qu'il faut toujours se soucier de la cohérence entre les régimes monétaires et l'environnement macroéconomique, si on ne veut pas que la musique cesse. Car lorsque la musique cesse, on ne peut plus danser.

Les auteurs remercient les rapporteurs de la revue ainsi que Claude Crampes et Rafaël Van der Borght pour les commentaires reçus sur des versions préliminaires de cet article. Celui-ci a également bénéficié des discussions menées à l'occasion du 3ème colloque annuel de l'AFEP (Bordeaux, [2013]), notamment avec Mickaël Clévenot et Jaime Marques-Pereira. Ils restent bien évidemment seuls responsables des erreurs pouvant subsister.

Sébastien Charles, est maître de conférences en économie.
Adresse : Université Paris 8, LED, 2 rue de la liberté, 93526 Saint-Denis - Email : sebcharles92@yahoo.fr

Thomas Dallery est maître de conférences en économie.
Adresse : Université du littoral Côte d'Opale, Clersé, 21 quai de la Citadelle, 59383 Dunkerque -Email : thomas.dallery@univ-littoral.fr

Jonathan Marie est maître de conférences en économie.
Adresse : Université Paris 13, Sorbonne Paris Cité, CEPN, 99 avenue J.-B. Clément, 93430 Villetaneuse - Email : jonathan.marie@univ-paris13.fr

Notes

1. Nous raisonnons ici à partir de l'égalité $I = S$ en économie ouverte. Cette égalité précise simplement que la somme des balances financières de tous les secteurs institutionnels (investissement moins épargne) est nécessairement égale à zéro. Ainsi, si l'économie nationale considérée souffre d'un déficit de sa balance courante, c'est que nécessairement le secteur privé (ménages, entreprises, banques) et le secteur public ont, globalement, un besoin de financement ($I > S$). Il ne s'agit que d'une identité comptable et il est parfaitement envisageable par la suite d'y adjoindre des causalités pour entrer dans le domaine de la théorie.

2. En vertu du triangle d'incompatibilité de Mundell, une économie qui renonce aux contrôles sur les flux de capitaux et qui se dote d'un taux de change fixe ne peut plus avoir une politique monétaire autonome.

3. Cet auteur *post*-keynésien est notamment reconnu pour ses travaux sur le lien entre croissance et répartition (Pasinetti [1962]) et pour sa critique du capital et des fonctions de production macroéconomiques à facteurs substituables (Pasinetti [1966]). Comme nous le verrons par la suite, Pasinetti ([1998a] p. 105) montre à la fin des années 1990 qu'en matière de soutenabilité de la dette publique l'essentiel n'est pas de se focaliser sur le montant du ratio dette sur PIB, mais d'évaluer sa dynamique. Ainsi, il souligne que les critères de convergence de Maastricht sont particulièrement fragiles sur le plan de la théorie économique.

4. Nous tenons à préciser que ce cadre comptable n'est en aucune façon un modèle macroéconomique, susceptible de faire apparaître des non-linéarités ou des effets de seuil. Il s'agit d'un simple outil mobilisé afin d'étudier la soutenabilité des dettes publiques, année après année, et selon un critère spécifique, à partir des données macroéconomiques.

5. Ici, nous ne pouvons supprimer le PIB dans les équations (5) et (6) pour deux raisons. D'abord, d'un point de vue logique, nous ne pouvons comparer des variables en ratio (de par la présence obligatoire du taux de croissance g) avec des variables en niveau (D et S). Par ailleurs, évaluer un stock de dette indépendamment des flux de richesses qui permettent d'y faire face (*via* les ressources collectées par l'Etat) ne serait pas instructif. Enfin, l'absence de Y dans les équations (5) et (6) empêcherait toute tentative de comparaison internationale.

6. En octobre 1998, le Président argentin Carlos Menem est invité à rejoindre le Président des Etats-Unis William Clinton sur la tribune pendant le meeting annuel du FMI et de la Banque mondiale. Sa qualité de chef d'Etat du « meilleur élève » offre l'occasion à Menem d'évoquer dans un discours la réussite de la politique économique développée. Sur ce point, le lecteur peut se reporter à Mussa [2002].

7. C'est un renouvellement, car la supériorité des règles est démontrée sans avoir besoin de postuler que les autorités présentent des biais qui les poussent à prendre des décisions mauvaises (*cf.* Barro [1986]).

8. Pour une description et une analyse critique du Consensus de Washington, le lecteur peut se reporter à Bresser-Pereira et Varela [2005].

9. Le dollar concurrence la monnaie domestique argentine dans l'ensemble de ses fonctions cardinales depuis la fin des

années 1970. Néanmoins, à la faveur des épisodes hyper-inflationnistes des années 1989 et 1990, le dollar est indéniablement devenu unité de compte et réserve de valeur (Marie [2014]).

10. Les banques créditrices des Etats latino-américains ont, dans le contexte de crise de la dette des années 1980, cherché à échanger des créances détenues sur les Etats en difficulté. Ces échanges, difficiles et très souvent effectués avec l'inclusion de larges décotes, attestent de l'opinion selon laquelle les Etats étaient, au moins en partie, insolvables. Ces actions ont provoqué deux effets importants : d'abord le développement de stratégies individuelles des banques afin d'amoindrir les pertes enregistrées. Ensuite, cela a poussé à la création d'un marché secondaire des dettes souveraines de pays, qualifiés de « pays émergents » par la suite. Le plan Brady, solution innovante promue par le secrétaire d'Etat américain au Trésor, Nicholas Brady, et ratifiée initialement par le Mexique, offre une sortie à la crise, dans le sens où cela va permettre le retour de capitaux privés vers les économies émergentes. Les plans Brady ont consisté à négocier des restructurations des titres de créances (décotes partielles, renégociation des taux, allongement des échéances notamment), avant que ces titres ne soient transformés en obligations souveraines libellées en dollars et bénéficiant d'une garantie partielle apportée par le Trésor américain. Ce sont les Brady Bonds, négociés par les gouvernements, par un représentant du Trésor américain, par les banques créditrices et par le FMI. Les titres sont ensuite librement négociables sur les marchés financiers internationaux.

11. Ces données proviennent des statistiques annuelles de balance des paiements de l'Argentine fournies par l'INDEC et publiées en ligne à l'adresse : www.indec.gov.ar sous la thématique « secteur externe » et consultées le 29 avril 2014.

12. Il est à noter que le taux d'intérêt apparaissant dans le tableau n°2 est le taux d'intérêt nominal appliqué en moyenne sur le stock de dette publique. Ce taux d'intérêt est donc victime d'une première inertie, liée au stock de dette, qui ne permet pas d'appréhender l'élévation des taux d'intérêt nominaux sur la nouvelle dette émise. Un second élément qui explique son apparente stabilité, malgré les tensions financières, se situe au niveau de la dynamique de l'inflation : alors que l'inflation diminue fortement entre 1993 et 1996 (*cf.* tableau n°1), l'évolution des taux d'intérêt nominaux ne suit pas la même tendance, avec comme conséquence un alourdissement de la charge de la dette, par augmentation des taux d'intérêt réels.

13. L'Argentine de 1994 aurait donc dû voir, *a priori*, son ratio de dette diminuer en 1995, si les conditions macroéconomiques étaient restées similaires... mais entre 1994 et 1995, la croissance économique passe de 8,9% à 0,2%, ce qui pèse fortement sur les finances publiques, et occasionne la montée du ratio de dette publique. Nous voyons ainsi que les finances publiques de 1994 (solde primaire et stock de dette sur PIB) sont insoutenables compte tenu de l'environnement macroéconomique de 1995 : en effet, le point représentant la situation de 1994 se situe en dessous de la contrainte de soutenabilité de l'année 1995 (à cause d'un taux de croissance fortement diminué et du début d'une montée du taux d'intérêt).

14. Cette conclusion peut apparaître contradictoire avec la figure n°6 ou étonnante dans la mesure où nous observons une diminution de l'écart à la frontière de soutenabilité pour l'année 2000. Cette année est particulière, la croissance mondiale est forte (passant de 3,6% à 4,7% entre 1999 et 2000) et les termes de l'échange progressent. Ces derniers évoluent de façon très favorable pour l'Argentine. En base 100 = 1991, ils passent ainsi de 104,9 en 1999 à 115,7

en 2000 (données CEPAL, reprises de Coremberg *et alii* [2007]). Cet élément est alors contra-cyclique, les exportations augmentent de plus de 3 milliards de dollars (soit une augmentation de 15% environ). Les recettes fiscales obtenues *via* les exportations s'élèvent aussi. Néanmoins, cette amélioration est non seulement très fragile (l'économie argentine est toujours en récession et elle n'est plus dotée d'instrument contra-cyclique) mais elle est aussi relative : nous restons en 2000 dans la zone de « non-soutenabilité ».

15. D'où la nécessité d'une coordination salariale. Sur ce point, voir notamment Peters [1995] ou Hein et Truger [2005] qui dénoncent le biais déflationniste dans une union monétaire où n'existe plus de mécanisme permettant de corriger les chocs asymétriques.

16. Malgré des défaillances statistiques graves révélées par Nitsch [2002] ou Baldwin [2006], qui estime l'effet d'une monnaie unique sur les échanges internationaux à un presque décevant 9%, des études similaires se sont succédé avec le même optimisme (Glick et Rose [2002]), Rose et Van Wincoop [2001] allant jusqu'à considérer une monnaie nationale comme un frein à l'expansion du commerce international.

17. Nous assistons en quelque sorte à un renversement de la problématique des zones monétaires optimales (ZMO) : à l'origine, une union monétaire n'est possible, entre autres choses, que si les régions ont initialement des niveaux de développement similaires ; désormais, c'est l'entrée dans une union monétaire qui rendrait possible la convergence de régions initialement dissemblables ; c'est la thématique des ZMO endogènes.

18. Cette expression fait référence au titre de l'article de Giavazzi et Pagano [1988].

19. L'équivalent de 2 points de PIB par an pendant 20 ans selon Coriat et Lantenois [2011].

20. Toutefois, il convient de rappeler que depuis 2008, notamment en raison de la crise des dettes souveraines, l'euro a connu une phase de dépréciation nominale comme réelle jusqu'en 2012 (*cf.* Benassy-Quéré *et alii* [2014] pour ce point), dans un contexte de faible croissance mondiale.

21. Rappelons que les équations (5) et (6) sont équivalentes d'un point de vue comptable. L'équation (5) se réfère à la soutenabilité par rapport au déficit budgétaire total et l'équation (6) par rapport au déficit primaire. Ici, nous utilisons la relation (5) parce que la variable déterminante est la chute du taux de croissance entre 2007 et 2009 (alors que le taux d'intérêt demeure stable selon le tableau n°5).

22. Néanmoins, il faut noter qu'à la faveur d'une alternance politique en 1999, le gouvernement argentin alors intronisé fait ouvertement le pari de l'austérité, et ce avec le soutien du FMI, pour éloigner le spectre du défaut de paiement. Cet épisode souligne lui aussi que ce pari est intenable tant que le régime monétaire incohérent n'est pas modifié. Le lecteur peut se reporter à Pou [2000], alors président de la Banque centrale argentine, pour remarquer la similitude des arguments avancés pour défendre la politique d'austérité mise en place alors avec ceux aujourd'hui prononcés en Europe.

23. La suspension des paiements sur le service de la dette publique détenue par des créanciers externes est prononcée le 24 décembre 2001. Initialement, la suspension annoncée ne concerne que le service provoqué par un stock de 70 milliards de dollars sur un total de 144 milliards. La dette contractée auprès d'organismes multilatéraux (32 milliards) et les prêts les plus récents (42 milliards) continuent à être honorés (pour une retranscription détaillée, on peut se reporter à Damill *et alii* [2005]). Dans la base de données mobilisée, le FMI n'enregistre le défaut et la restructuration de la dette argentine qu'à partir de 2005.

24. La crise aura été d'une violence inouïe : le PIB a reculé d'environ 20% entre 1998 et 2002. Soit la même récession qui a frappé le PIB réel de la Grèce entre 2007 et 2012 (d'après les données Ameco).

25. Les termes nets de l'échange, qui neutralisent les effets des variations des changes, progressent nettement pour l'Argentine à partir de 2003. D'une base 100 en 2000, ils atteignent un indice 135 en 2011 (dernière année disponible) selon les données de la Banque mondiale (série Net Barter Terms of Trade Index, consultée le 7 mars 2014).

26. Pour un développement succinct de ces aspects, le lecteur pourra se reporter à Marcó Del Pont [2013].

27. Ce problème de sous-estimation de l'inflation par l'INDEC est récurrent depuis 2007 ; pour plus de détails et une analyse de la trajectoire inflationniste de l'Argentine sur la période 2002-2010 basée sur l'évolution du conflit de répartition, voir Marie [2011]. Soulignons toutefois que les premiers chiffres de l'inflation en rythme annuel publiés pour l'année 2014 annoncent un rythme d'inflation supérieur à 20% pour les prix de gros (consultation du Macroeconómico radar de la BCRA, http://www.bcra.gov.ar/index.asp, le 5 mai 2014, pas de données publiées pour les prix à la consommation).

28. *Cf.* série historique Utilización de la capacidad instalada en la industria, http://www.indec.gov.ar/principal.asp?id_tema=6622, consultée le 5 mai 2014.

29. Le défaut grec est très sélectif : de 50%, excluant les investisseurs publics, les institutions internationales à l'instar du FMI, l'Union européenne et la BCE, il ne concerne que les seuls investisseurs privés. C'est un peu comme si le « haircut » sur la dette publique grecque était administré avec une paire de ciseaux à laquelle il manquerait une lame : l'effet du défaut sur les statistiques de dette publique est peu visible, puisque le ratio de dette publique sur PIB passe de 170,5% en 2011 à 161,5% en 2012 (même si ce dernier chiffre accuse aussi l'effet de la récession qui fait grimper la dette et diminue visuellement l'ampleur du défaut)...

30. De nombreuses études ont montré ces dernières années que le multiplicateur budgétaire était plus élevé en période de récession. Voir notamment Auerbach et Gorodnichenko [2012] et Blanchard et Leigh [2013].

31. Toujours dans le cadre d'une stratégie de conservation de la Grèce dans la zone euro, il conviendrait aussi de mettre en avant des transferts budgétaires importants à destination des pays périphériques. Ces transferts nécessiteraient un budget européen plus conséquent, rappelons que le budget 2013 de l'UE à 27 pays ne représente qu'1,2% de son PIB. Ici, l'impasse est également politique, puisque cela supposerait que les pays en excédent commercial accepteraient d'opérer des transferts budgétaires vers les pays en déficit. Si ce genre de transfert existe à l'intérieur des Etats (entre régions françaises, entre Länder allemands ou entre Etats américains), sa transposition à l'échelon européen est plus délicate, car elle suppose l'émergence d'une communauté politique et d'une réelle solidarité entre pays. Cette solidarité est aujourd'hui insuffisante, les pays excédentaires rechignant à voir leur excédent diminuer et exigeant un ajustement récessif unilatéral de la part des pays déficitaires.

Références

M. Aglietta [2001] : **Macroéconomie financière, 2. Crises financières et régulation monétaire**, La Découverte, Paris.

P. Arestis et A. Eichner [1988] : *The Post-Keynesian and Institutionalist Theory of Money and Credit*, **Journal of Economic Issues**, 22, pp. 1003-1021.

A.J. Auerbach et Y. Gorodnichenko [2012] : *Measuring the Output Responses to Fiscal Policy*, **American Economic Journal: Economic Policy**, 4, pp. 1-27.

M. Bailey, G. Tavlas et M. Ulan [1987] : *The Impact of Exchange-Rate Volatility on Export Growth: some Theoretical Considerations and Empirical Results*, **Journal of Policy Modeling**, 9, pp. 225-243.

R. Baldwin [2006] : *The Euro's Trade Effect*, European Central Bank working paper series, 594.

R. Barro [1986] : *Rules versus Discretion*, NBER working paper, 1473.

A. Benassy-Quéré, P.-O. Gourinchas, P. Martin et G. Plantin [2014] : *L'euro dans la « guerre des monnaies »*, **Les notes du Conseil d'analyse économique**, 11.

O.J. Blanchard et D. Leigh [2013] : *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, **American Economic Review**, 103, pp. 117-20.

P. Bofinger et S. Ried [2010] : *A New Framework for Fiscal Policy Consolidation in Europe*, **Intereconomics. Review of European Economic Policy**, 45, pp. 203-211.

C. Bresser-Pereira et C. Varela [2005] : *The Second Washington Consensus and Latin America's Quasi-Stagnation*, **Journal of Post Keynesian Economics**, 27, pp. 321-351.

A. Coremberg, P. Goldszier, D. Heymann et A. Ramos [2007] : *Patrones de la inversion y el ahorro en la Argentina*, **Serie macroeconomia del desarrollo,** Cepal, 63, pp. 1-89.

B. Coriat et C. Lantenois [2011] : *L'imbroglio grec. La dette souveraine grecque prise au piège de la zone euro*, **Notes des économistes atterrés**, 15 juillet.

A. Crockett [1994] : *Monetary Policy Implications of Increased Capitals Flows*, *in* Actes de Symposium, Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 331-377.

M. Damill, R. Frenkel et M. Rapetti [2005] : *La Deuda argentina : Historia, default y reestructuración*, **Desarrollo económico**, 45, pp. 187-233.

E.D. Domar [1944] : *The Burden of the Debt and the National Income*, **American Economic Review**, 34, pp. 798-827.

S. Edwards et E. Levy-Yeyati [2005] : *Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers*, **European Economic Review**, 49, pp. 2079-2105.

J.M. Fleming [1971] : *On Exchange Rate Unification*, **Economic Journal**, 81, pp. 467-488.

FMI [2014] : *Strenghtening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debts Restructuring*, **IMF Policy Paper**, 2 septembre.

J. Frankel [1999] : *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, **Essays in International Finance**, 215, Princeton University.

F. Giavazzi et M. Pagano [1988] : *The Advantage of Tying one's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility*, **European Economic Review**, 32, pp.1055-1075.

R. Glick et A.K. Rose [2002] : *Does a Currency Union Affect Trade? The Time-Series Evidence*, **European Economic Review**, 46, pp. 1125-1151.

R. Guttmann [2002] : *Monnaie et crédit dans la théorie de la régulation*, *in* Boyer (R.) et Saillard (Y.) éds., **Théorie de la régulation, l'état des savoirs**, pp. 85-93, La Découverte, Paris.

J.D. Hamilton et M.D. Flavin [1986] : *On the Limitations of Government Borrowing: a Framework for Empirical Testing*, **American Economic Review**, 76, pp. 808-819.

E. Hein et A. Truger [2005] : *European Monetary Union: Nominal Convergence, Real Divergence and Slow Growth?*, **Structural Change and Economic Dynamics**, 16, pp. 7-33.

S. JahJah, B. Wei et V.Z. Yue [2013] : *Exchange Rate Policy and Sovereign Bond Spreads in Developing Countries*, **Journal of Money, Credit and Banking**, 45, pp. 1275-1300.

M. Kalecki [1954] : **Theory of Economic Dynamics**, Allen and Unwin, London.

P. Kenen [1969] : *The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View*, *in* Mundell (R.) et Swoboda (A.) éds., **Monetary Problems of the International Economy**, pp. 41-60, Chicago University Press, Chicago.

A. Krueger [2002] : *Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina*, Communication, NBER conférence sur la crise argentine, Cambridge (Mass.), 17 juillet.

F. Kydland et E. Prescott [1977] : *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, **Journal of Political Economy**, 85, pp. 473-491.

E. Levy-Yeyati et F. Sturzenegger [2003] : *To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth*, **American Economic Review**, 93, pp. 1173-1193.

R. Lo Vuolo [2007] : *Argentine, les leçons de la sortie de crise*, **Revue Tiers Monde**, 189, pp. 13-34.

M. Marcó del Pont [2013] : *Introduction: The Role of Central Banks in Economic Development with an Emphasis on the Recent Argentinean Experience*, **Review of Keynesian Economics**, 1, pp. 267-272.

J. Marie [2011] : *Quelle trajectoire macro-économique adoptée par l'Argentine depuis 2001 ? Enjeux et limites de la stratégie actuelle*, **l'Actualité économique**, 87, pp. 85-113.

J. Marie [2014] : *Hyperinflation argentine de 1989 : une interprétation post-keynésienne*, **Revue de la régulation**, 15.

R. Mundell [1960] : *The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates*, **Quarterly Journal of Economics**, 74, pp. 226-257.

R. Mundell [1961] : *Theory of Optimum Currency Areas*, **American Economic Review**, 51, pp. 657-665.

M. Mussa [2002] : *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*, **Institute for International Economics**, 67.

V. Nitsch [2002] : *Honey, I Shrunk the Currency Union Effect on Trade*, **The World Economy**, 25, pp. 457-474.

L. Pasinetti [1962] : *Rate of Profit and Income Distribution in Relation to the Rate of Economic Growth*, **The Review of Economic Studies**, 29, pp. 267-279.

L. Pasinetti [1966] : *Changes in the Rate of Profit and Switches of Techniques*, **Quarterly Journal of Economics**, 80, pp. 503-517.

L. Pasinetti [1997] : *The Social 'Burden' of High Interest Rates*, *in* P. Arestis, G. Palma et M. Sawyer, **Capital Controversy, Post-Keynesian Economics and the History of Economic thought**, pp. 149-156, Routledge, New-York et Londres.

L. Pasinetti [1998a] : *The Myth (or Folly) of the 3% Deficit/GDP Maastricht Parameter*, **Cambridge Journal of Economics**, 22, pp. 103-116.

L. Pasinetti [1998b] : *L'anomalia del debito pubblico italiano: due modi per affrontarla*, Rendiconti dell'Academia Nazionale dei Lincei, 9, pp. 509-525.

L. Pasinetti [2000] : *Public Debt in the European Union Countries: Two Ways of Facing the Problem*, *in* Krishnakumar (J.) et Ronchetti (E.) éds., **Panel Data Econometrics: Future Directions**, pp. 317-328, Elsevier, Amsterdam.

T. Peters [1995] : *European Monetary Union and Labour Markets: What to expect?*, **International Labour Review**, 134, pp. 315-332.

G. Porcile et C.E. Drumond [2012] : *Inflation Targeting in a Developing Economy: Policy Rules, Growth, and Stability*, **Journal of Post Keynesian Economics**, 35, pp. 137-162.

P. Pou [2000] : *Argentina's Structural Reforms of the 1990s*, **Finance and Development**, **A Quarterly Magazine of the IMF**, 37, pp. 13-15.

C. Reinhart et K. Rogoff [2013] : *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten*, IMF working paper.

A.K. Rose [2000] : *One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade*, **Economic Policy**, 15, pp. 7-46.

A.K. Rose et E. Van Wincoop [2001] : *National Money as a Barrier to Trade: the Real Case for Monetary Union*, **American Economic Review**, 91, pp. 386-390.

P. Salama [2011] : *Croissance et inflation en Argentine sous les mandatures Kirchner*, **Problèmes d'Amérique latine**, 82, pp. 13-32.

T. Sargent et N. Wallace [1981] : *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*, **Quarterly Review**, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

P. Schiaffino [2013] : *A Comment on the European Central Bank Solution vs. the Keynes Solution*, **Journal of Post Keynesian Economics**, 35, pp. 457-462.

L. Spaventa [1987] : *The Growth of Public Debt - Sustainability, Fiscal Rules and Monetary Rules*, **IMF Staff Papers**, 34, pp. 374-399.

A. Swoboda [1986] : *Credibility and Viability in International Monetary Arrangements*, **Finance and Development**, 23, pp. 15-18.

J. Tobin [1986] : *The Monetary-Fiscal Mix: Long-Run Implications*, **American Economic Review: Papers and Proceedings**, 76, pp. 213-218.

T. Yanagita et P. Hutahaean [2002] : *Maintenance of the Fiscal Sustainability*, *in* **Handbook of Fiscal Analysis**, Agency of Fiscal Analysis, Ministry of Finance of Republic of Indonesia.