

CIFE Note de recherche n° 74

Laurent Baechler*, 3 septembre 2018

La crise de la zone euro est-elle derrière nous?

La crise de la zone euro est derrière nous, c'est ce que médias et décideurs de tout bord répètent à l'envi depuis plusieurs mois, voire même plusieurs années, voyant s'éloigner le spectre de l'implosion de ce pilier de la construction européenne qu'aurait provoquée une sortie d'un pays membre, la Grèce en tête. Il n'est effectivement plus question de Grexit ou d'effet domino des crises de dette souveraine entre les pays utilisant la monnaie unique, mais encore faut-il s'entendre sur ce que l'on veut signifier en soulignant que cette crise est passée. Si l'on veut parler des conséquences et des symptômes principaux de cette crise apparue au printemps 2010, il est vrai qu'ils ont pour l'essentiel été jugulés et ne menacent plus immédiatement la survie de la monnaie unique. S'il est question des causes profondes de cette crise, alors presque toutes les conditions qui l'ont provoquée sont encore réunies pour qu'une crise comparable puisse se concrétiser dans un avenir plus ou moins proche, malgré les nombreuses réformes mises en œuvre en réaction à cette dernière crise. Ce papier propose un bilan de l'ensemble de ces points.

Les symptômes les plus marquants de la crise de la zone euro sont effectivement derrière nous. Pour résumer une situation extrêmement complexe, on peut dire que les marchés internationaux ne trouvent plus de raison de spéculer contre la capacité de tel ou tel membre à rester dans la zone euro. Lorsque ces marchés spéculent contre une devise, celle-ci perd de sa valeur contre d'autres devises plus fortes. En monnaie unique cette possibilité disparaît et le poids de la spéculation se répercute alors sur le niveau des taux d'intérêt de la dette publique que doivent payer les gouvernements des pays concernés. On parle alors de « *spread* » de taux d'intérêt, la différence entre le taux du pays en question (pour les emprunts d'Etat à 10 ans, le plus significatif) et le taux le plus faible dans la zone, pour le pays inspirant la plus grande confiance, en l'occurrence l'Allemagne. Au pic de la crise de la zone euro, début 2012, ce *spread* (une prime de risque en fait) était de près de 35 points de pourcentage pour la Grèce, un niveau jamais atteint par le passé¹, signifiant simplement que le gouvernement grec était exclu des marchés d'emprunt internationaux pour longtemps. Pour le Portugal cet indicateur était de l'ordre de 13 points,

alors qu'il avait déjà diminué à près de 5-6 points pour l'Espagne et l'Italie. Les niveaux actuels² sont d'environ 4 points pour la Grèce, 2 pour l'Italie (après une remontée récente due à la situation politique tourmentée), 1,5 pour le Portugal et 1 point pour l'Espagne. En gros non seulement les marchés ne croient plus à une implosion de la zone euro (et ce principalement depuis la fameuse annonce faite par Mario Draghi en juillet 2012 selon laquelle la Banque Centrale Européenne (BCE) ferait « tout ce qu'il faut » pour préserver l'euro), mais ils sont confiants que les pays membres sont en mesure de rembourser leurs dettes dans de bonnes conditions. Le gouvernement grec, dernier à avoir fait son retour sur les marchés d'emprunt à long terme en avril 2014, peut désormais espérer être en mesure un jour de gérer sa dette sans l'aide de ses voisins.

L'effet boule de neige entre hausse des déficits/dettes publics et explosion des *spreads* observé à partir de mai 2010 s'est en conséquence inversé. Les dettes ne peuvent pas diminuer aussi vite qu'elles ont augmenté, loin de là, mais elles sont au pire stabilisées, au mieux en réduction tendancielle³. Signe infaillible que le pire de la crise des dettes souveraines européennes est derrière nous, la BCE prévoit de mettre fin à son programme de rachats d'actifs publics et privés vers la fin de l'année⁴, preuve qu'elle estime que la reprise économique en zone euro peut se passer de son soutien.

De fait, les conséquences économiques de la crise financière sont en recul. La croissance est repartie, à 2,5% en 2017, un peu moins prévus pour 2018, mais bien au-delà des rythmes des années de crise. Son cortège d'impacts positifs suit mécaniquement. Le chômage est en baisse : 8.5% en moyenne sur la zone, contre plus de 12% au pic en 2013. Les perspectives de déflation sont définitivement écartées, alors qu'elles représentaient il y a encore peu de temps la principale menace sur la pérennité de la monnaie unique, tant la combinaison entre une croissance molle (voire négative) et une inflation faible (voire négative) constitue la pire des situations économiques envisageables⁵. L'inflation dans la zone euro est revenue depuis quelques mois à un niveau proche de 2%, la cible inscrite dans les traités.

Le plus important peut-être est que non seulement tous ces indicateurs s'améliorent partout dans la zone (ce qui est somme toute normal puisque le coût de la dette baisse pour tout le monde et les finances publiques s'améliorent partout) mais que la convergence s'est accélérée récemment, comme le montre l'indicateur de dispersion des taux de croissance de la valeur ajoutée (équivalent au taux de croissance du PIB), qui est depuis 2014 plus faible que son niveau le plus bas d'avant la crise et en nette diminution depuis 2015⁶, ce qui signifie que les pays les plus touchés par la crise (au sud de la zone euro) profitent le plus de cette reprise, à part la Grèce et l'Italie qui peinent à retrouver du dynamisme. De fait, le chômage, même s'il reste encore très élevé, diminue plus rapidement au sud de la zone euro, y compris en Grèce, que partout ailleurs dans la zone.

D'aucuns diraient que la situation a été bien gérée, que les décisions prises ont permis d'éviter le pire et que la crise de la zone euro est bien derrière nous. C'est ici que commencent les discussions. Toute reprise économique autonome ne peut être durable que si les pare-feu mis en place pendant la crise sont suffisamment solides pour dissuader toute velléité d'attaque spéculative de la part des marchés. Ces pare-feu sont désormais bien connus⁷ et se composent d'un volet préventif et d'un autre curatif. Parmi les principales mesures préventives figurent la mise en place d'une procédure de contrôle en amont des budgets nationaux (le « Semestre européen »), le renforcement des règles de discipline fiscale et budgétaire dans la zone euro (« six-pack », « two-pack », qui ont pour but de consolider le Pacte de stabilité et de croissance) et la création d'une capacité centralisée de surveillance de la solidité du bilan des banques européennes (le « mécanisme de surveillance unique » de l'Union bancaire). Ces avancées sont fondamentales, mais ne garantissent pas (n'ont pas vocation à garantir) qu'une nouvelle crise ne surviendra pas. Surtout, elles ne constituent pas une capacité d'action en situation de crise. Le volet curatif des réformes récentes repose essentiellement sur le Mécanisme européen de stabilité et le Mécanisme de résolution unique, tous deux destinés à fournir une capacité d'intervention en cas de déstabilisation de la zone euro. Le premier a largement œuvré à la stabilisation de la zone euro entre 2010 et 2016, en prêtant aux Etats en difficulté (avec son prédécesseur d'avant 2012, le « Fonds européen de stabilité financière ») près de 250 milliards d'euros, sur une capacité totale de prêts de 500 milliards (sur un total de 700 milliards de capital). Il s'agit donc d'un pare-feu conséquent mais il faut se souvenir de l'atmosphère de panique qui régnait

au plus fort de la crise, en 2012, alors qu'il était question d'un débordement du risque de défaut de paiement souverain des « petits » pays les plus touchés de la zone euro (Portugal, Irlande, Grèce) vers les plus « grands » (Espagne, Italie, pourquoi pas France...). Le pare-feu aurait sombré dans une telle situation. Quant au Mécanisme de résolution unique qui permettrait de procéder au règlement contrôlé d'une faillite inévitable d'une banque européenne, de manière à éviter l'effet tâche d'huile sur les marchés financiers, il est indispensable à l'édifice que représente l'union bancaire, mais il ne sera doté au mieux que d'environ 50 milliards d'euros, bien moins que ce qu'il a été nécessaire de mobiliser pour éviter un effondrement du système bancaire européen au plus fort de la crise.

Tout est affaire de confiance avec les marchés financiers, et tout l'enjeu des réformes, institutions et instruments adoptés ces dernières années pour renforcer la zone euro, est de persuader que ce qui s'est passé entre 2010 et 2012 ne pourra plus se reproduire. En la matière une seule parade a pu avoir le caractère décisif d'un pare-feu infranchissable. Il s'agit du rôle que la BCE a pris la responsabilité d'endosser pour endiguer la crise. Il a été décisif pour pouvoir s'éloigner du précipice dans la mesure où la capacité d'une banque centrale à racheter des titres d'emprunt fragilisés est sans limite étant donné son pouvoir de création monétaire. Il lui suffit même généralement de dire qu'elle pourrait utiliser cette capacité pour couper court à toute velléité d'attaque spéculative de la part des marchés. Mais la mission principale de la BCE n'est pas de garantir la solidité de la monnaie unique en garantissant un rôle de prêteur en dernier ressort en cas de risque de défaut des pays membres, mais de stabiliser l'inflation à un niveau proche de 2% par an dans la zone, en toute indépendance vis-à-vis des gouvernements concernés. C'est ce vers quoi l'on s'achemine avec d'une part l'arrêt du programme de rachat d'actifs publics et privés en fin d'année, d'autre part le reflux du risque de déflation et le retour à une inflation proche de 2%. Cela n'empêche pas certains de penser que la reprise actuelle s'appuie encore trop sur le soutien implicite de la BCE (estimé à 0,5 point du taux de croissance observé) et que celle-ci devrait accélérer son retrait. Quoi qu'il en soit, il est fort probable que la BCE continuera de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort implicite, même sans le vouloir explicitement, du seul fait qu'elle est déjà intervenue à cette fin et que tous les acteurs de la situation en sont bien conscients, et peuvent s'attendre à la même réaction en cas de nouvelle crise⁸.

Ces différents pare-feu ont été utiles ou décisifs pour

enrayer la crise entre 2010 et 2013 mais ils peuvent être renforcés encore, en poussant plus loin la coopération et le partage des responsabilités entre pays membres de la zone euro. Les propositions ne manquent pas. Celles formulées récemment par un aréopage d'économistes allemands et français ont particulièrement retenu l'attention⁹. Certaines résument assez bien les pistes explorées actuellement :

- renforcement de l'union bancaire par un système européen intégré d'assurance des dépôts, condition indispensable pour éviter que des faillites bancaires dans un pays se transforment en risque financier systémique pour l'ensemble de la zone. Ce dispositif permettrait de répartir le coût d'une faillite bancaire dans un pays entre toutes les banques de la zone euro, sans que ce coût soit répercuté sur les contribuables
- faire en sorte que la croissance des dépenses publiques d'un pays ne dépasse pas la croissance économique de long terme, de manière à autoriser une réduction du poids de la dette publique
- restructurer les dettes publiques des pays en risque d'insolvabilité
- créer une capacité budgétaire européenne.

C'est évidemment cette dernière proposition qui est au cœur des réflexions sur la gestion de la zone euro et la plus controversée, dans la mesure où elle repose sur une forme de mutualisation des finances publiques des pays membres. Mais sans cette avancée, il est à craindre que les efforts consentis par ailleurs perdent une grande partie de leur impact. Contrôler les budgets nationaux en amont, ériger des pare-feu pour éviter toute contagion de début de crise bancaire ou financière d'un pays vers l'ensemble de la zone euro, institutionnaliser une coopération renforcée dans différents domaines de gestion de l'Union Economique et Monétaire, tout ceci est en partie peine perdue si la racine du problème n'est pas traitée.

Or, fondamentalement, les raisons de la crise sont toujours là. Pour bien le comprendre, il faut revenir à ce que les économistes appellent la théorie des zones monétaires optimales (ZMO). Pour faire simple, il faut imaginer un pays soumis à un choc économique négatif, quel qu'il soit, qui affecte sa compétitivité extérieure (il peut s'agir d'un ralentissement de productivité, d'une hausse de coûts de production, la liste des candidats est infinie). Le moyen le plus simple de compenser cette perte de compétitivité extérieure serait de réajuster la valeur de la monnaie nationale par rapport à celles des partenaires extérieurs (sans garantie de succès de l'opération), en procédant donc à une dévaluation ou en laissant tout simplement la monnaie nationale se déprécier. Mais d'autres mécanismes peuvent interve-

nir pour effectuer cet ajustement au choc initial : les coûts de production (salaires principalement) peuvent baisser, les activités (les facteurs de production en fait) peuvent se déplacer vers des zones non affectées par le choc en question, une partie de la demande globale interne négativement affectée peut se reporter sur les partenaires commerciaux. Tout ceci suppose donc des conditions structurelles spécifiques : un marché du travail flexible, des facteurs de production mobiles, une intégration commerciale poussée avec ses partenaires. La conclusion principale de la théorie des ZMO est donc que plus ces conditions sont réunies, moins il est risqué de partager la même monnaie avec ses voisins, et ainsi de se passer de la possibilité d'ajustement compétitif uniquement par le biais du taux de change de la monnaie nationale. Ces conditions sont loin d'être réunies de manière satisfaisante par les membres de la zone euro, ce qui fait dire à certains économistes que le projet de monnaie unique était dès le départ une folie vouée à l'échec, dans la mesure où les coûts économiques de l'euro sont bien supérieurs à ses bénéfices¹⁰. C'est oublier un peu vite que l'euro est un projet politique bien davantage qu'économique, que le projet européen ne peut s'en passer pour aller de l'avant, et qu'il est en grande partie vain de tenter de soupeser les coûts et bénéfices de la participation à l'euro, dans la mesure où les bénéfices politiques sont globalement incommensurables (mais immenses).

La bonne question est donc de savoir à quelles conditions une zone monétaire non optimale peut continuer de fonctionner sans être soumise régulièrement à des crises comme celle que nous venons de vivre et sans devoir recourir trop souvent aux pare-feu décrits précédemment. La réponse est connue de tous, y compris de la théorie des ZMO qui précise bien ce qu'il convient de faire lorsque toutes les autres conditions ne sont pas suffisamment réunies : il faut une capacité de transferts fiscaux entre les membres de la zone, de manière à ce que ceux qui ne subissent pas de chocs négatifs puissent soutenir l'activité de ceux qui les subissent. Les modalités économiques, institutionnelles et politiques de ces transferts peuvent faire l'objet de discussions à loisir mais le principe fondamental est clair¹¹ : sans fédéralisme fiscal point de salut pour une monnaie partagée par des entités ayant un budget autonome et subissant des chocs économiques asymétriques. Cela va également dans le sens de la logique économique qui veut que toute politique économique chargée de la gestion des crises ou des fluctuations repose sur le couple politique monétaire/politique budgétaire. Dans l'état actuel des choses la zone euro a une politique monétaire (décisive dans la crise récente) mais pas de politique budgétaire.

La gestion des crises futures (inévitables) en zone euro devra reposer sur un ensemble d'instruments et institutions, parmi lesquels certains sont déjà en place ou en voie de l'être. Mais, qu'on le veuille ou non, cet ensemble ne pourra pas se passer à terme d'une forme de fédéralisation des politiques budgétaires nationales (et pourquoi pas fiscales également). La question de savoir si les décideurs politiques en sont persuadés reste posée. Certains ont fait des propositions en ce sens récemment. Mais le moins que l'on puisse dire est que la période ne paraît pas favorable à des avancées décisives en la matière.

***Laurent Baechler** est directeur du DHEEI filière globale et rédacteur en chef de «L'Europe en formation».

Références:

¹ On estime habituellement qu'au-delà de 7% d'intérêt le financement d'emprunts publics devient compliqué pour un gouvernement.

² Données mai 2018 consultées sur <https://data.oecd.org/fr/interest/taux-d-interet-a-long-terme.htm>.

³ <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8824500/2-23042018-AP-FR.pdf/763f7f8b-774d-4f1b-a46c-a14b8b4f3e42>.

⁴ 2500 milliards d'actifs ont été rachetés depuis le lancement de ce programme en mars 2015.

⁵ Une demande globale atone alimente la croissance faible, qui entretient une faible inflation. Celle-ci nourrit la récession par le biais notamment de l'alourdissement des dettes réelles, et la récession accentue la faiblesse de la demande globale... Le cercle vicieux est extrêmement difficile à briser, au point qu'une économie comme celle du Japon s'y est enlisée depuis plus de deux décennies.

⁶ Benoît Coeuré, La situation économique dans la zone euro et le rôle de la BCE, Medef, Commission Economie et financements, 29 janvier 2018.

⁷ Voir La crise depuis dix ans, étapes, Hartmut Marhold, L'Europe en Formation, n°383-384, 2017

⁸ Ce que l'on peut d'ailleurs considérer comme faisant partie du problème de gestion de la zone euro. Les économistes appellent cela un « risque moral » : le fait de savoir qu'il est potentiellement protégé de l'occurrence d'un risque amène un acteur à être moins prudent dans son comportement. Ici la protection implicite (mais bien réelle pendant la crise) de la BCE amènerait les membres de la zone euro à moins de

prudence dans la gestion des finances publiques.

⁹ Voir https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight91.pdf

¹⁰ Les plus célèbres et médiatisés, Paul Krugman et Joseph Stiglitz, en déduisent que l'euro était d'emblée condamné. Voir <http://www.nber.org/chapters/c12759.pdf> pour une exposition limpide de la position de Krugman sur cette question.

¹¹ Voir quelques pistes intéressantes dans http://aei-pitt.edu/83771/1/WD2017-01GT_FiscalUnion_o.pdf