

## CRISE DE L'EUROZONE : DETTES, INSTITUTIONS ET CROISSANCE

*La crise de la zone euro est bien plus qu'une crise de la dette souveraine. Elle remet en question toute l'architecture de la politique économique : de la politique monétaire à la surveillance macroéconomique, en passant par les sanctions. Passées les urgences de court terme, les membres de l'UE doivent être au clair sur les mécanismes de coordination qu'ils veulent mettre en place. Plusieurs pistes sont possibles ; n'en retenir aucune contribuerait à marginaliser la zone euro dans l'économie mondiale\*.*

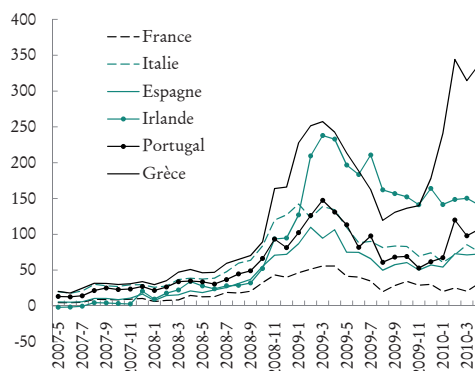
### ■ Comment en sommes-nous arrivés là ?

La crise profonde que traverse la zone euro depuis 2009 n'est pas uniquement le résultat de la crise mondiale. Certes, celle-ci a fait bondir les dettes publiques. Mais les racines du mal se trouvent dans l'organisation même de la zone euro : une union monétaire sans fédéralisme budgétaire et avec une faible coordination gouvernementale. Trois éléments se sont révélés fondamentaux à cet égard : D'abord, l'attitude bienveillante des partenaires européens vis-à-vis des déséquilibres macroéconomiques dans certains États membres. Ensuite, l'échec du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) à promouvoir la soutenabilité budgétaire. Enfin, l'absence dans le Traité d'un dispositif relatif aux défauts souverains. Les auteurs du Traité avaient bien compris que l'insolvabilité d'un État membre pouvait mettre en danger l'Union monétaire dès lors que les obligations souveraines allaient être disséminées au sein d'un système financier désormais intégré. Pour éviter une crise financière, une pression forte s'exercerait sur les pays partenaires pour qu'ils renflouent, et sur la BCE pour qu'elle monétise. Pour écarter ces risques, la solidarité et la monétisation ont été retirées du Traité. Mais aucune clause n'a été prévue pour traiter le risque de défaut souverain, prétendument exclu par l'application du PSC.

La crise grecque a pris au dépourvu les partenaires européens et il leur a fallu plusieurs mois pour trouver des solutions (comme le montre le graphique 1, les spreads souverains ont commencé à augmenter dès la fin 2008). Une fois rejetée l'idée d'une solution exclusivement FMI, les gouvernements n'ont pu faire autrement

que de contourner l'esprit du Traité. Ils ont ainsi débloqué des prêts à la Grèce et créé le Fonds Européen de Stabilité Financière, un mécanisme destiné à financer les pays en difficulté moyennant une conditionnalité et pour une période de trois ans. Le 10 mai, la BCE est aussi intervenue en procédant à des achats fermes d'obligations de certains États en crise. On pourra toujours avancer que les partenaires de l'UE n'ont pas renfloué la Grèce, mais juste accordé des prêts (qui devront être remboursés) ; quant à la BCE, elle n'a pas acheté directement des obligations aux États en difficulté, mais elle l'a fait sur le marché secondaire, et elle a pris soin de stériliser ses interventions. Pour autant, il est difficile de nier que l'esprit du Traité ait été bafoué.

Graphique 1 – Spreads sur les obligations à 10 ans (en points de base)



Source : Thomson Datastream.

\* Les auteurs remercient Laurence Nayman pour la traduction de la première version de ce texte paru initialement en anglais.

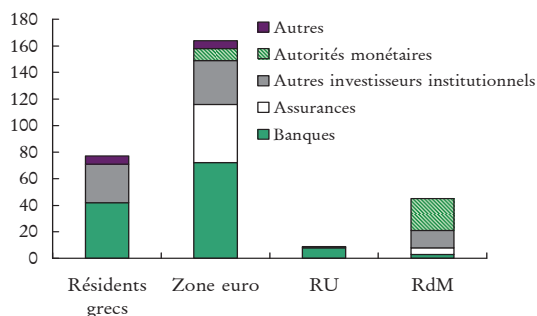
Les plans UE-FMI des 3 et 9 mai prévoient la fourniture de prêts à taux fixe. À terme, l'idée est que les pays aient des finances publiques assainies qui leur permettent de lever à nouveau des fonds à des taux raisonnables sur le marché obligataire. L'expérience historique suggère toutefois que les ajustements budgétaires importants prennent plusieurs années, et qu'ils impliquent en général des ajustements des taux de change.

Aujourd'hui, trois sujets doivent être traités. Il faut d'abord réussir à préserver les marchés des dettes souveraines, en dépit du fait que certains pays pourront être amenés à restructurer leur dette ces prochaines années. Simultanément, il faut coordonner les politiques d'ajustement budgétaire sans nuire à la reprise. Il faut enfin redéfinir le cadre de gouvernance économique de la zone euro.

## ■ La préservation du marché de la dette souveraine

La plupart des titres de dette grecs, irlandais, italiens, portugais et espagnols sont détenus par des non résidents, notamment par les institutions financières des pays de la zone euro (voir le graphique 2 pour la Grèce). Si un défaut de la Grèce ou une restructuration peut a priori être absorbé<sup>1</sup>, sa contagion à plusieurs pays déclencherait une seconde crise bancaire. Ainsi, selon la Banque des Règlements Internationaux<sup>2</sup>, l'exposition bancaire totale de la France et de l'Allemagne vis-à-vis de la Grèce, du Portugal, de l'Irlande et de l'Espagne (comprenant les détentions directes de dette et indirectes par les filiales) représente environ 15% de leur PIB. Même des décotes limitées sur les dettes publiques de quelques pays pourraient mettre en péril le système bancaire de la zone euro. Dans le pire des scénarii, le montant nécessaire pour recapitaliser les banques pourrait impliquer la dégradation des signatures de la France et de l'Allemagne. Face à cette situation difficile, deux voies étaient possibles.

Graphique 2 – Détention estimée de titres publics grecs fin du 3<sup>ème</sup> trimestre 2009 (en milliards d'euros)



Source : Barclays Capital.

La première option consistait à organiser le défaut souverain des pays les plus petits et les plus touchés, de manière à éviter la contagion aux grands pays. Une solution aurait été de créer une ou plusieurs structures de défaillance ou des fonds dédiés pour échanger les obligations de certains pays en crise contre des créances sur le fond, avec une forte décote, afin de contenir les pertes en capital. Le problème de ce plan aurait été son financement. Reposer sur les contributions des pays non vertueux sur le plan budgétaire, comme l'ont proposé Gros et Mayer (2010), se serait avéré insuffisant à court terme<sup>3</sup>.

La seconde voie était une action des États pour couvrir les besoins de refinancement des pays en crise, avant qu'ils ne deviennent insupportables. Ce fut le choix du Conseil de l'UE du 9 mai 2010, avec la création d'un fonds commun de créances pour aider les pays en crise à se refinancer. Cependant, un mois s'est écoulé avant que les États aient pu s'accorder, retardant ainsi son lancement.

Au vu de l'urgence de la situation, la BCE s'est aussi proposée le 10 mai 2010 comme "acheteur en dernier ressort". Deux raisons principales ont motivé cette intervention. Il fallait d'abord débloquer certains marchés obligataires afin que les titres qui y sont négociés puissent être valorisés dans les comptes des intermédiaires financiers. Par ailleurs, la BCE signalait ainsi sa volonté d'exercer sa responsabilité en matière de stabilité financière. La BCE a donc acheté près de 40 milliards d'euros de dette de trois pays en crise dans les quatre premières semaines de son opération d'achat, avec des décotes importantes. Le virage opéré le 10 mai a évidemment soulevé un grand nombre de questions. Tant que la croissance reste molle et que la liquidité est abondante, le risque d'inflation demeure improbable<sup>4</sup>. Plus préoccupante est la détérioration du bilan de la BCE. Compte tenu des montants en jeu<sup>5</sup>, le risque n'est pas tant celui d'une perte en capital pour la BCE, que celui de l'aléa moral – les banques européennes désirent transférer le risque sans coût à la banque centrale. *De facto*, la BCE joue le rôle d'une "bad bank". Parce qu'elle est teneur de marché, elle pourrait plus tard envisager de participer à un arrangement de défaut partiel. La perte alors encourue dépendrait de la décote négociée par rapport au prix d'achat des obligations.

L'intervention de la BCE n'aura pas d'implications importantes à long terme si elle reste limitée. Étant indépendante, la BCE a pu agir beaucoup plus vite que les États. Mais cette force pourrait devenir une faiblesse si ces derniers en venaient finalement à considérer la monétisation de la dette comme plus commode qu'un sauvetage à grande échelle. À noter qu'aucune intervention des États sur le marché secondaire n'a été décidée jusqu'à présent.

1. Pour une décote de 50% par exemple sur la dette grecque, et sous l'hypothèse où les banques auraient réduit leur détention de dette grecque de moitié entre le 3<sup>ème</sup> trimestre 2009 et la date de restructuration, la perte s'élèverait à 4 milliards d'euros pour les banques françaises ou allemandes, ce qui reste gérable.

2. BRI (2010), "Detailed tables on provisional locational and consolidated banking statistics at end-December 2009", Département monétaire et économique, avril.

3. D. Gros & T. Mayer (2010), "How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!", *CEPS Policy Brief* No. 202, 17 mai.

4. Que les achats d'obligations aient été stérilisés n'est pas le plus frappant dans la mesure où la BCE a rouvert simultanément ses opérations illimitées de repo à taux fixe. Voir G. Tabellini (2010), "The ECB: Gestures and credibility", *Vox*, 26 mai.

5. Moins de 40 milliards d'euros le premier mois, soit 0,4% du PIB de la zone euro, à comparer aux 14% du PIB au Royaume-Uni et 12% aux États-Unis. Voir P. Meggyesi (2010), "How lite is the ECB's QE-lite?", J. P. Morgan Global FX Strategy, 4 juin.

## ■ Démarrer les ajustements budgétaires sans stopper la reprise

Les restrictions budgétaires annoncées en mai 2010 se montent à 7% du PIB en Grèce, 3% en Irlande, 2,5% au Portugal et en Espagne pour 2010 (Tableau 1). Ces montants sont colossaux pour ces pays, mais compte tenu des mesures budgétaires expansionnistes ou neutres dans les autres pays de la zone euro, le resserrement agrégé sera limité en 2010. En revanche, en 2011, tous les pays de la zone euro devraient procéder à des ajustements, bien qu'à un rythme plus modéré. Les projets de loi de finance pour 2011 sont certes à un stade encore précoce, mais on peut d'ores et déjà anticiper que le montant supplémentaire lié au durcissement de la politique budgétaire en 2011 s'élèvera à environ 1% du PIB.

Selon le FMI<sup>6</sup>, les ajustements budgétaires réussis dans le passé ont en moyenne duré sept ans, se sont appuyés largement sur les coupes budgétaires (notamment de la masse salariale publique et des dépenses sociales), et ont été soutenus par des taux d'intérêt en baisse et/ou une monnaie qui se dépréciait. L'épisode actuel est différent au sens où les pays de la zone euro ne peuvent pas dévaluer vis-à-vis de leurs principaux partenaires commerciaux qui sont aussi dans la zone euro, et où les taux d'intérêt sont déjà particulièrement faibles. Ainsi, l'ajustement budgétaire risque-t-il de provoquer une contraction sévère. Pour l'éviter, la zone euro doit réussir à abaisser rapidement les prix relatifs des pays nécessitant un fort ajustement et maintenir une politique favorable à la croissance dans le reste de la zone.

Dans un article consacré au Portugal, Blanchard (2007)<sup>7</sup> suggère que pour rétablir la compétitivité d'un pays en union monétaire, on peut procéder à une dévaluation interne. Une réduction des salaires nominaux et des prix des biens non échangeables entraînerait une baisse de tous les prix et ramènerait la compétitivité. Pour obtenir une dévaluation interne, il faut toutefois pouvoir organiser une

baisse simultanée et dans les mêmes proportions de tous les prix contractuels, y compris ceux des contrats de dette. Ceci soulève évidemment des problèmes juridiques inextricables. L'alternative serait une décennie de déflation. Dans ce cas, le coût pourrait encore être amoindri par un euro faible, qui élèverait la compétitivité-prix vis-à-vis des partenaires commerciaux hors zone euro et par une inflation importante dans les autres pays de la zone euro. Ce dernier point pourrait ne pas faire consensus, les pays du noyau dur privilégient la compétitivité-prix comme composante clé de leurs stratégies de sortie.

Le coût de l'ajustement budgétaire dans les pays périphériques peut aussi être réduit par une politique monétaire durablement expansive et par un resserrement budgétaire limité dans les pays où l'ajustement est moins urgent. Le calendrier du durcissement monétaire dépendra de l'évolution de l'inflation. Comme l'inflation elle-même dépendra de l'écart de production, un resserrement monétaire prématuré ne constitue pas un risque important (si la BCE devait augmenter ses taux d'intérêt, ce serait en réaction à une reprise rapide). Du côté budgétaire, les choses sont différentes, notamment du fait de l'introduction de règles budgétaires nationales : les pays du noyau dur de la zone euro ne prendront probablement pas en compte la situation des pays de la périphérie quand ils décideront de leur propre calendrier d'ajustement. Cependant, une forme de coordination pourrait se faire autour de la composition des recettes et dépenses et des réformes structurelles favorables à la demande<sup>8</sup>. Du côté des recettes, répartir les efforts sur les différentes assiettes fiscales (plutôt que de privilégier des hausses de TVA, comme on commence à le faire) permettrait de stimuler la demande interne. Du côté des dépenses, préserver l'investissement public dans les infrastructures et l'éducation permettrait de retrouver un chemin de croissance potentielle dynamique.

3

## ■ Gouvernance : quel degré d'intégration ?

Dès avant la mise en place de l'euro, on savait qu'il serait difficile de gérer une monnaie unique sans budget fédéral, sans davantage de flexibilité du marché du travail, et avec une divergence des prix entre les États membres. Le Pacte a alors été pensé comme un substitut à l'intégration budgétaire, tandis que la stratégie de Lisbonne et les Grandes Orientations des Politiques Économiques (GOPE) ont été introduites afin d'encourager une flexibilité des marchés favorables aux gains de compétitivité. Ces dispositifs se sont révélés peu efficaces. Jusqu'à présent, l'application du PSC n'a reposé que sur des pénalités, alors que la stratégie de Lisbonne et les GOPE se sont appuyées sur la pression des pairs. Ces deux procédés ont montré leurs limites. Deux options que l'on peut combiner peuvent alors être envisagées :

Tableau 1 – Restrictions budgétaires annoncées dans la zone euro à partir de mai 2010

Année de référence	Mesures discrétionnaires (y.c. mesures ponctuelles, % du PIB)			
	2010	2011	2012	2013
Autriche	-0,5	0,2	0,5	0,5
Belgique	0,7	0,5	0,5	0,5
Finlande	-1,0	0,2	0,0	0,0
France	0,0	0,6	0,6	0,6
Allemagne	-1,5	0,4	0,2	0,2
Grèce	7,0	4,0	2,0	2,0
Irlande	3,0	2,0	1,5	1,0
Italie	0,5	0,8	0,4	0,4
Pays Bas	-1,0	0,7	0,7	0,7
Portugal	2,5	3,1	1,5	1,5
Espagne	2,5	2,9	2,0	2,0
Autres	0,3	0,5	0,5	0,5
<b>Zone euro</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>

Source : Barclays Capital, sur la base des programmes de stabilité actualisés et des annonces des gouvernements.

6. FMI (2010), "From Stimulus to Consolidation: Revenue and Expenditure Policies in Advanced and Emerging Economies", Fiscal Affairs Department, 10 avril.

7. O. Blanchard (2007), "Adjustment within the euro: The difficult case of Portugal", *Portuguese Economic Journal*, vol. 6(1), pages 1-21, avril.

8. FMI, Consultation au titre de l'article IV avec les pays de la zone euro, 7 Juin 2010.

◆ *Des sanctions plus strictes* : sans aller jusqu'à priver un État membre de ses droits de vote, les sanctions pourraient cibler les mesures de soutien de l'UE (suspension de la PAC ou des fonds structurels) plutôt que de demander aux pays aux abois de payer une amende (et d'aboutir finalement à la socialisation de la pénalité par les plans de sauvetage). Les sanctions pourraient aussi être plus rapides, en les imposant avant que le plafond autorisé des 3% du PIB de déficit ne soit dépassé, contrairement au délai actuel de trois ans inclus dans le PSC<sup>9</sup> ;

◆ *Incidations* : alors qu'elles se sont montrées efficaces dans la course à l'adhésion à l'UE et à l'UEM, les incitations sont étrangement absentes du dispositif de coordination de la zone euro. Les pays qui mettent en œuvre des programmes d'ajustement budgétaire pourraient être récompensés, notamment par une transmission plus rapide des fonds de la PAC ou des fonds structurels<sup>10</sup>. Une autre façon de fournir des incitations serait de permettre aux pays d'émettre des obligations garanties jusqu'à un certain seuil de dette, comme l'ont suggéré Delpla et von Weizsäcker (2010)<sup>11</sup>. La dette au-dessus du seuil ne profiterait pas du dispositif de garantie, et la prime de risque qui en résulterait fournirait une incitation à ajuster les finances publiques.

Quant à la surveillance elle-même, tout le monde reconnaît désormais qu'il ne faut pas se focaliser sur les finances publiques et négliger l'endettement du secteur privé : l'Irlande et l'Espagne, qui ont pourtant parfaitement respecté le Pacte, ont connu de graves problèmes budgétaires suite à la crise. Il existe aujourd'hui un consensus pour élargir le champ de la surveillance à la compétitivité au sein de la zone euro, à l'endettement du secteur privé, aux bulles sur le prix des actifs, etc.<sup>12</sup>. Et pour que la surveillance soit plus contraignante, son organisation doit être amendée. Deux directions sont possibles : une intégration plus profonde ou une coordination décentralisée comme dans le cas des politiques de concurrence.

La proposition faite par la Commission, adoptée par l'Eurogroupe le 7 juin 2010, consistant à soumettre les budgets nationaux à l'UE avant leur examen par les parlements nationaux, va dans le sens d'une plus grande intégration. Idéalement, une telle coordination ex ante ne considérerait pas seulement les montants agrégés mais

aussi la composition de la politique budgétaire. *De facto*, on tendrait vers davantage de fédéralisme, avec des pays prêts à amender leur politique économique en accord avec le "bien commun". Compte tenu de la perte de souveraineté, la surveillance ne pourrait rester un exercice technique aux mains de la Commission ; une implication forte de l'Eurogroupe serait nécessaire. En cohérence avec une coordination du processus de décision, un système permanent de soutien financier en cas de crise serait nécessaire, ce qui pourrait entraîner des transferts financiers entre partenaires de la zone euro. Le problème est que la crise ne semble pas avoir réveillé d'appétit centralisateur chez les pays membres. Pour Pisani-Ferry (2010)<sup>13</sup>, l'intégration n'est toutefois pas la seule option : "Il est parfaitement possible d'imaginer un scénario alternatif où la discipline budgétaire résulterait d'une combinaison de réformes institutionnelles au niveau national et de forces de marché". Cette seconde voie s'apparenterait au mécanisme européen de surveillance financière (ou de politique de la concurrence). Un cadre commun européen pourrait en fixer les principes. Par exemple, dans chaque pays, un Comité (indépendant) contrôlerait l'adéquation (cyclique) à court terme du budget, la soutenabilité à long terme des finances publiques, mais aussi (comme en Suède avec le Comité budgétaire<sup>14</sup>) l'évolution de l'emploi et de la croissance et les propositions de politique qui en découlent. Chaque Comité national s'adresserait alors non seulement aux parlements nationaux, mais aussi à un Comité budgétaire européen qui pourrait évaluer et communiquer sur le résultat agrégé, avec l'assistance technique de la Commission. Ainsi, chaque pays membre resterait libre d'appliquer sa politique, mais il y aurait une évaluation officielle et publique de sa position budgétaire et de sa politique économique, aux niveaux national et européen, y compris quant à ses implications pour l'euro. Une telle coordination moins contraignante pourrait plus facilement trouver sa voie dans les arènes politiques nationales et gagner la "légitimité" dont le PSC et les GOPE ont manqué pendant la première décennie de l'euro.

Agnès Bénassy-Quéré & Laurence Boone\*  
beatrice.postec@cepii.fr

9. Les décisions prises par l'Eurogroupe le 7 juin 2010 pour renforcer le PSC vont dans cette direction.

10. Par exemple, l'exigence de co-financement pourrait être réduite pour les pays réalisant de gros ajustements, afin de les encourager à préserver les dépenses d'investissement.

11. J. Delpla & J. von Weizsäcker (2010), "The blue bond proposal", *Bruegel Policy Brief*, 6 mai.

12. Par exemple, tous les pays de la zone euro n'ont pas connu des bulles spéculatives sur l'immobilier avant la crise de 2008-09. Ceux qui, comme l'Espagne, ont connu des bulles auraient pu réagir par la fiscalité et/ou par la réglementation des prêts immobiliers. L'échec du gouvernement espagnol à agir aurait pu légitimement être sanctionné, car il était porteur d'externalités négatives sur le reste de la zone euro par le biais du secteur bancaire et de la croissance.

13. J. Pisani-Ferry (2010), "What went wrong in the euro area? How to repair it?", *Panel discussion on policy co-ordination in the euro area*, Brussels Economic Forum, 6 mai.

14. L. Calmfors (2010), "The Swedish fiscal policy council – Experiences and lessons", *Conference on Independent Fiscal Policy Institutions*, Budapest, 18-19 mars.

\* L. Boone est Chef économiste France chez Barclays Capital.

## LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2010  
RÉDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales,  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris.  
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14  
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION :  
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :  
Gunther Capelle-Blancard

GRAPHIQUES :  
Didier Boivin

RÉALISATION :  
Laure Boivin

DIFFUSION :  
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 50 € TTC  
Europe 52 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
50,80 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.)  
51,90 € HT  
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :

La Documentation française,  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex  
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)  
ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD

28 juin 2010  
Imp. La Documentation Française  
Imprimé en France  
par les Journaux officiels

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction  
du CEPII. Les opinions qui y sont  
exprimées sont celles des auteurs.