

# Crise et solutions coopératives : la zone euro depuis 2008

Par Jérôme CREEL

ESCP Europe, LabEx ReFi & Sciences Po, OFCE

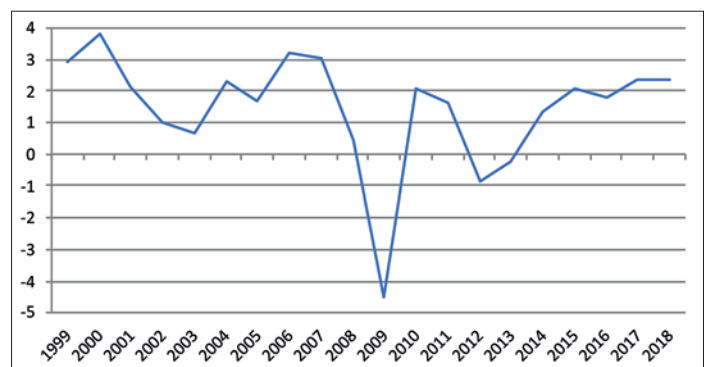
Comme toujours depuis le démarrage du processus d'intégration européenne, l'Union européenne progresse pas à pas, crise après crise. La dernière en date a cependant révélé les incohérences de sa gouvernance économique.

La crise bancaire survenue aux États-Unis en septembre 2008 a profondément affecté la zone euro. La première phase de récession, globale en 2009, en a amené une deuxième, européenne, en 2012-2013. Celle-ci faisait suite à la mise en œuvre coordonnée de politiques d'austérité budgétaire. L'échec de la gouvernance budgétaire européenne à endiguer la crise a alors obligé la Banque centrale européenne à adopter des mesures exceptionnelles.

Ont aussi été créées les bases d'une gestion coordonnée des crises économiques au travers du Mécanisme européen de stabilité. Au-delà de cette avancée, des réformes restent nécessaires pour assurer une meilleure coordination entre les politiques monétaires et budgétaires et avec les réformes structurelles engagées en Europe.

**D**ix ans après le déclenchement de la crise financière internationale, la zone euro retrouve son taux de croissance annuel moyen – un peu au-dessus de 2 % – des années antérieures à la crise. La reprise économique s'accompagne d'une baisse du chômage, d'une stabilité des prix et d'un fort excédent de la balance des comptes courants de la zone euro. Si la situation économique s'est effectivement sensiblement améliorée depuis 2015 (voir le Graphique 1 ci-contre), il reste de nombreux écueils à surmonter pour progresser sur la voie du rétablissement, les difficultés de coordination des politiques économiques européennes entre elles n'étant pas le moindre de ces écueils.

La crise a en effet révélé des défauts de coordination des politiques budgétaires, qui ont participé à faire plonger la zone euro dans une nouvelle phase récessive en 2012-2013. En l'état actuel des institutions, ces défauts subsistent. Ils ont par ailleurs provoqué une réaction sans précédent de la Banque centrale européenne (BCE), qui a mis en lumière les insuffisances de la coordination entre sa politique monétaire et les politiques budgétaires des États membres. La politique monétaire de la BCE a aussi mis à l'épreuve le principe d'absence de partage des risques financiers entre les États membres. Le dilemme non résolu au sein de la zone euro entre discipline de marché et solidarité institutionnelle, malgré la création du Mécanisme européen de stabilité (MES), a finalement retardé les politiques de stabilisation macroéconomiques. Il retarde aussi la complète mise en œuvre de l'Union bancaire.



Graphique 1 : Taux de croissance du PIB de la zone euro, à prix constants (en %).

Source : Ameco.

## La politique budgétaire de la zone euro

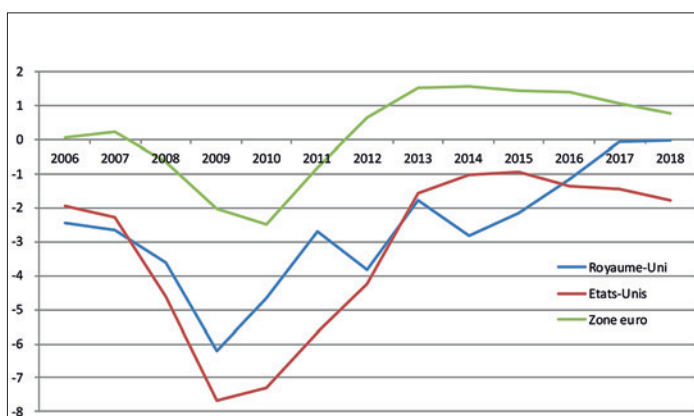
En l'état actuel des règlements européens, les politiques budgétaires des États membres restent soumises au Pacte de stabilité et de croissance (PSC), avec son volet répressif, qui vise à ramener le déficit au-dessous de 3 % du PIB, et son volet préventif, qui vise à établir un équilibre budgétaire entre dépenses et recettes. Au PSC est aussi associé, depuis 2012, un Pacte budgétaire limitant à 0,5 % du PIB le déficit budgétaire corrigé des variations cycliques. Ces deux dispositifs restreignent l'usage des politiques discrétionnaires dans le temps – une relance budgétaire est possible, mais elle doit être temporaire, ce

qui peut nuire à son efficacité si elle n'a pas été menée jusqu'à son terme et n'a donc pas pu produire tous ses effets – et, tant que le déficit public subsiste, ces dispositifs peuvent amener les gouvernements à choisir de rogner les stabilisateurs automatiques, par exemple en réduisant le degré de générosité des prestations sociales. Les stabilisateurs automatiques représentent les dépenses publiques et les recettes fiscales qui évoluent au gré des fluctuations économiques.

C'est dans ce contexte institutionnel qu'est intervenue la récession de 2009. Elle a tout d'abord poussé les gouvernements à laisser filer les déficits et les dettes publics sous l'effet des stabilisateurs automatiques et d'une relance budgétaire coordonnée. Sans attendre cependant la concrétisation des effets positifs de cette relance, et sous la recommandation de la Commission européenne soucieuse de voir respecter le PSC, les gouvernements ont mis en œuvre, dès 2011, des politiques de contraction budgétaire pour améliorer leurs finances publiques. En témoigne la remontée spectaculaire, jusqu'en territoire positif, du solde européen primaire corrigé du cycle économique (voir le Graphique 2 ci-après). Cet indicateur budgétaire révèle la partie discrétionnaire de la politique budgétaire, donc déduction faite des charges d'intérêt et des stabilisateurs automatiques. Son niveau contraste de beaucoup avec ceux des États-Unis et du Royaume-Uni.

La généralisation des politiques d'austérité en Europe a eu des effets néfastes sur la croissance (Blanchard et Leigh, 2013) et elle n'a donc pas rempli son principal objectif. En effet, les baisses des dépenses publiques et les hausses de la fiscalité (bases fiscales et taux d'imposition) ont été compensées par des hausses des dépenses sociales et par des baisses des recettes fiscales. Les déficits publics ont persisté contribuant à augmenter les dettes publiques.

La mise en œuvre coordonnée de ces politiques restrictives répondait finalement aux croyances qui avaient prévalu lors de l'adoption du PSC et des critères de convergence budgétaire adoptés préalablement à l'adoption de l'euro : celles-ci voulaient que les politiques budgétaires de relance fussent inefficaces. Les faits et la recherche empirique ont cependant démontré le contraire (voir les



Graphique 2 : Solde primaire corrigé des variations cycliques, en % du PIB potentiel.  
Source : OCDE.

chapitres récents consacrés à l'effet multiplicateur dans Marimon et Cooley, 2018).

## La politique monétaire

En ne résolvant ni les écarts de croissance ni les dérives des dettes publiques consécutifs à la crise de 2008, les politiques budgétaires européennes ont obligé la BCE à réagir par des politiques non conventionnelles, en 2012. Durant l'été et suite à la contagion des difficultés financières de la Grèce à d'autres pays dits périphériques (le Portugal, l'Espagne, mais aussi l'Irlande), le président de la BCE annonce que la BCE « fera tout ce qu'il est nécessaire pour préserver l'euro » ainsi qu'un programme d'achats conditionnels des obligations publiques (ayant jusqu'à trois ans de maturité), jamais mis en œuvre jusqu'à présent. Trois ans plus tard, il annoncera la mise en œuvre, effective cette fois, d'une politique d'achats mensuels systématiques d'obligations publiques (puis privées) de toutes maturités.

Cette politique interagit donc avec le financement des politiques budgétaires, puisqu'elle a vocation à faire baisser les taux d'intérêt pesant sur les dettes publiques. Ce faisant, elle peut agir sur les comportements des gouvernements, qui peuvent être moins enclins à limiter leurs déficits publics. Ces interactions entre politiques monétaires et budgétaires interrogent le degré d'indépendance de la BCE vis-à-vis des gouvernements européens. Cela lui a d'ailleurs valu des poursuites judiciaires devant la Cour constitutionnelle allemande. À ce jour, cette Cour a toujours conclu que la BCE n'avait pas outrepassé son mandat principal (la préservation de la stabilité des prix) en appliquant sa politique non conventionnelle. Cela tend à confirmer que le principe d'indépendance juridique n'est pas irréconciliable avec la pratique d'une politique monétaire poursuivant des objectifs secondaires de nature budgétaire.

Ces interactions pourraient aussi avoir une incidence sur le partage des risques financiers entre les États membres de la zone euro. En achetant des obligations publiques sur lesquelles peuvent peser des primes de risque nationales (de liquidité et/ou de défaut), la BCE pourrait socialiser auprès de tous les États membres de la zone euro les coûts d'une crise de liquidité ou de défaut de l'un des États membres. Pour éviter tout partage des risques, la BCE procède à des achats d'obligations à due proportion de la part de chaque État membre dans le financement du capital de celle-ci. Elle acquiert donc un volume plus important de dette publique allemande que de dette publique portugaise, par exemple. En outre, elle transfère le risque auprès des banques centrales nationales des États dont elle a racheté les dettes.

Enfin, la politique monétaire ultra-accommodante menée depuis mars 2015 par la BCE, en maintenant les taux d'intérêt d'emprunt à des niveaux très bas, a des conséquences sur l'équilibre global entre épargne et investissement. La balance des comptes courants de la zone euro présente en effet un excédent important, il s'agit donc d'un excès d'épargne nationale par rapport à l'investissement. La politique de la BCE vise donc un retour à l'équilibre en

réduisant le coût de l'investissement et le rendement de l'épargne. À l'inverse, les politiques de contraction budgétaire visent à favoriser l'épargne au détriment de l'investissement. Ainsi, l'absence de coordination entre la politique monétaire de la BCE et les politiques budgétaires des États membres conduit à un équilibre sous-optimal : chaque politique a éloigné l'autre de son objectif. La mise en œuvre du plan Juncker d'investissement peut s'interpréter comme un aveu des défauts d'une politique d'austérité budgétaire en période de crise.

## Le Mécanisme européen de stabilité

Les difficultés budgétaires européennes n'ont pas eu pour seule conséquence de pousser la politique monétaire à suppléer les politiques budgétaires ; elles ont aussi fait naître une nouvelle institution de gestion de crise habilitée à accorder des prêts aux États membres de la zone euro.

Le risque de défaut de l'État grec a donné lieu, dès mai 2010, à l'élaboration d'un plan d'aide d'urgence qui a révélé l'un des défauts de la gouvernance européenne, à savoir l'absence de prêteur en dernier ressort. Pour y remédier et faire face à la persistance de la crise grecque, la zone euro s'est dotée d'un Fonds européen de stabilité financière (FESF), devenu finalement le Mécanisme européen de stabilité (MES). Celui-ci dispose d'une capacité conditionnelle d'octroi de prêts au bénéfice d'un État rencontrant des difficultés financières. Un prêt peut être accordé par le MES sous réserve qu'il s'accompagne d'un prêt du FMI ou que les conditions de restructuration de la dette aient été préalablement définies.

Le MES incarne désormais le principe de solidarité énoncé dans le traité sur l'Union européenne. Il permet la coordination *a posteriori* des politiques économiques, mais n'est pas doté de compétences spécifiques en vue de prévenir les crises. En ce sens, le MES n'est pas assimilable à un Fonds monétaire international dédié aux pays européens. Il ne remplace donc pas le PSC, il ajoute de fait à la complexité du dispositif institutionnel européen : l'accord sur les prêts consentis dans le cadre du MES implique la Commission européenne, l'Eurogroupe, le Conseil et, parfois, les parlements nationaux. Ce mode de coordination *ex post* est donc lent à émerger et à produire ses effets.

La couverture assurantielle, même imparfaite, que représente le MES a aussi exacerbé le risque moral, c'est-à-dire la sous-estimation systématique du risque par les agents assurés (Wyplosz, 2017). Des défauts de coordination peuvent ainsi apparaître entre prêteurs et emprunteurs, les premiers n'étant pas assez vigilants sur la qualité des emprunteurs et les seconds estimant que les coûts de leur prise de risque ne leur seront pas intégralement affectés. La sous-estimation des risques de défaut provoque des endettements massifs et concourt à générer des crises auto-réalisatrices en cas de retournement des anticipations ou d'une perte soudaine de confiance.

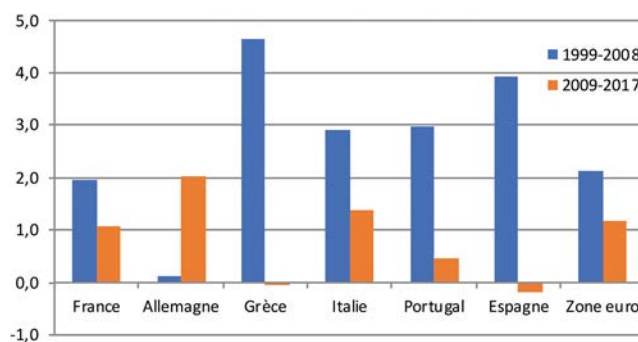
## Les réformes structurelles

Les conséquences de la crise de 2008 sur la zone euro ont été amplifiées par les divergences de coût du travail entre

l'Allemagne et les pays de la périphérie. Les coûts unitaires du travail – la différence entre le salaire et la productivité – ont progressé à des rythmes soutenus en Grèce, en Espagne, au Portugal et en Italie entre 1999 et 2008, tandis que les salaires progressaient au même rythme que la productivité en Allemagne (voir le Graphique 3 ci-après). Ces divergences ont conduit à des écarts de compétitivité et à des évolutions différentes des balances des comptes courants, l'Allemagne accumulant les excédents et des créances privées tandis que les pays de la périphérie accumulaient les déficits et des dettes privées.

Cependant, l'Allemagne présente depuis 2008 la plus forte progression du coût unitaire du travail, tandis que les pays périphériques, l'Espagne et la Grèce en tête, l'ont fortement réduite. La meilleure coordination des politiques salariales entre les États membres de la zone euro, par rapport au critère de productivité, a contribué à atténuer à la fois les déséquilibres du marché du travail et les divergences constatées.

Cette coordination a cependant reposé sur des dévaluations salariales dans les pays de la périphérie avec des effets importants sur la croissance économique de ces pays. Les coûts sociaux et économiques des réformes structurelles n'ont pas aidé la zone euro à sortir rapidement de la crise. À l'avenir, l'augmentation de l'excédent de la balance des comptes courants de la zone euro à laquelle contribuent tous les États membres, exception faite de la France, fera peser un risque d'appréciation de l'euro sur les marchés de change. Cela conduira, toutes choses égales par ailleurs, à réduire la compétitivité-prix des entreprises européennes. Ce risque sera de plus en plus important au gré du changement d'orientation par la BCE de sa politique actuelle ultra-accommodante.



Graphique 3 : Taux de croissance annuel moyen (par sous-période) du coût unitaire du travail (en %).

Source : OCDE.

## Améliorer la gouvernance économique européenne

La gestion de la sortie de crise est passée par plusieurs phases : des erreurs dans la gestion coordonnée des politiques budgétaires ; un manque de coordination avec la BCE qui s'est trouvée obligée de suppléer les politiques budgétaires des États membres de la zone euro ; la mise en œuvre d'une institution de gestion de crise qui n'a pas

résolu la question du risque moral dans la perception qu'en ont les États membres de la zone euro ; et une coordination dans la mise en œuvre des réformes structurelles qui a certes amélioré les balances de comptes courants, mais a aussi pesé sur la croissance immédiate.

L'impression d'improvisation dont témoigne cette gestion de crise ne doit pas se reproduire. Compte tenu des niveaux actuels de dettes publiques et privées bien plus élevés qu'avant 2008, une nouvelle crise financière serait dévastatrice, à moins que la réponse susceptible d'y être apportée se révèle adaptée en termes de durée et d'instruments mobilisés. Les politiques économiques mises en œuvre doivent en effet atténuer la crise au plus vite et, surtout, ne pas contribuer à l'intensifier.

Pour ce faire, les politiques budgétaires doivent pouvoir être pleinement contra-cycliques grâce au jeu des stabilisateurs automatiques : les déficits doivent pouvoir augmenter pendant toute la durée de la crise et diminuer une fois celle-ci achevée. D'après la Commission européenne (2018), la capacité des stabilisateurs automatiques à atténuer les évolutions cycliques est très hétérogène entre les États membres de l'Union européenne, elle est donc loin d'être parfaite. Il faut donc sans attendre investir dans les stabilisateurs automatiques pour améliorer leurs performances. Cela signifie d'aller au-delà de l'adoption d'une règle de dépenses publiques corrigées des effets des stabilisateurs automatiques, comme le préconisent Bénassy-Quéré *et al.* (2018) ; il faut aussi renforcer les effets des stabilisateurs automatiques grâce à une progressivité accrue de la fiscalité et à une plus grande générosité en matière de dépenses d'indemnisation-chômage (Creel, 2018).

Il faut aussi améliorer les conditions de la coordination entre politique monétaire, d'un côté, et politiques budgétaires, de l'autre. Ces deux types de politique doivent aller dans le même sens, celui de la stabilisation des économies en crise. Il faut tirer définitivement les leçons des

effets négatifs d'une austérité budgétaire généralisée et trop précoce (intervenue avant que la crise ait pris fin), et dégager des marges de manœuvre pour faire face à la survenue d'une autre crise majeure.

Il reste que la prévention des crises est la priorité. Elle doit passer par une meilleure adéquation entre l'épargne et l'investissement. Dans une Union européenne où prédominent les financements bancaires, cela passe par la solidité et la résilience du système bancaire. La confiance des ménages et des entreprises non financières dans les banques ne doit donc pas être un élément à négliger. Cela justifie l'adoption complète de l'Union bancaire, c'est-à-dire du mécanisme européen de garanties des dépôts. Pour cela, l'instauration d'une étape supplémentaire dans la coordination des États membres de la zone euro est donc nécessaire.

## Bibliographie

BÉNASSY-QUÉRÉ A. *et al.* (2018), "Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform", *CEPR Policy Insight* 91.

BLANCHARD O. & LEIGH D. (2013), "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *The American Economic Review* 103(3), pp. 117-120.

Commission européenne (2018), *Report on Public Finances in EMU 2017*, European Economy, Institutional Paper 069, January.

CREEL J. (2018), "Convergence in EMU: What and How?", *In-Depth Analysis*, ECON Committee, European Parliament, June.

MARIMON R. & COOLEY T. (2018), *The EMU after the Euro Crisis: Lessons and Possibilities – Findings and proposals from the Horizon 2020 ADEMU project*, VoxEU.org eBook.

WYPLOSZ C. (2017), "A European Monetary Fund?", *In-Depth Analysis*, European Parliament.