

Des risques financiers aux risques sociaux et politiques dans la zone euro

Paul De Grauwe

Introduction

Le fonctionnement de la zone euro a connu des changements fondamentaux au cours de l'année dernière. Le plus important a été la décision de la BCE, annoncée en juillet et formulée en septembre, de s'engager à des achats illimités d'obligations d'États de la zone euro sur le marché secondaire en période de crise. Cette décision était assurément constitutive d'un changement de régime. Avant elle, la zone euro s'était avérée une construction fragile – cette fragilité résultant du fait que l'accès au statut de membre de la zone allait de pair, pour les gouvernements nationaux, avec la perte de la capacité à faire appel à leur propre banque centrale pour payer les détenteurs d'obligations en temps de crise. Ceux-ci n'avaient dès lors aucune garantie que de l'argent serait toujours disponible pour les payer à échéance. Cette absence était potentiellement génératrice de crises de liquidité auto-réalisatrices, et en a généré. Les moindres soupçons quant à de possibles difficultés de paiements ont suffi à conduire les investisseurs à vendre massivement leurs obligations d'État, précipitant ainsi une crise de liquidité (De Grauwe, 2011a).

Dans ce chapitre, je défendrai d'abord l'idée que la décision de la BCE de s'engager à des achats illimités d'obligations d'État a éradiqué les craintes existentielles sur l'avenir de la zone euro et stabilisé les marchés financiers. Dans la section 2, je poserai la question de savoir si cette stabilisation financière sera suffisante pour sauver l'euro. Je soutiens que de nouveaux risques ont surgi du fait de la persistance et de l'approfondissement des récessions dans les pays du Sud de la zone euro (Grèce, Italie, Portugal, Espagne). Dans la section 3, j'énoncerai la manière dont les politiques macroéconomiques devraient être repensées dans la zone euro afin de réduire ces risques nouveaux.

1. La BCE est devenue le prêteur en dernier ressort sur les marchés des obligations d'État

Ce dont le système avait besoin était un prêteur en dernier ressort (PDR). L'année dernière, la BCE est intervenue en s'engageant à jouer ce rôle. Bien que la BCE préfère appeler ces activités, des « Opérations monétaires sur titres » (Outright Monetary Transactions - OMT), elle agit en fait comme un véritable prêteur en dernier ressort. Même si elle a fixé un certain nombre de conditions à l'application de sa facilité OMT, en particulier l'obligation pour les pays d'en faire la demande et de s'engager à mener des programmes d'austérité, le fait que la BCE ait fourni une telle facilité et s'y soit engagée à des achats illimités d'obligations d'États en difficulté, réduit considérablement la fragilité du système. Il a également éloigné la peur existentielle qui prévalait dans la zone euro et qui a déstabilisé le système. Avant la décision de la BCE, les investisseurs craignaient un potentiel effondrement de la zone euro. La nouvelle attitude de la BCE a amoindri cette peur existentielle qui détruisait la zone euro.

Le graphique 1 montre que le marché des obligations d'État s'est calmé depuis juillet 2012. Émises dans le Nord de l'Europe en particulier, les nombreuses critiques, qui affirmaient que la BCE ne devrait pas intervenir sur les marchés secondaires des obligations, se sont donc révélées fausses. La décision de la BCE de devenir prêteur en dernier ressort était bonne, non seulement pour les banques mais aussi pour les émetteurs souverains, et a permis de réinstaurer la force de stabilisation nécessaire à la protection du système contre la dynamique d'explosion et d'effondrement. Ce point de vue a été soutenu avec force par un certain nombre d'économistes avant que la BCE ne se décide à agir (voir De Grauwe, 2011b ; Wyplosz, 2011 ; Wolf, 2011).

La crédibilité du programme d'OMT souffre cependant de la persistance de critiques véhémentes. Nombreux sont les arguments qui continuent à être exprimés contre l'idée que la BCE devrait jouer un rôle de prêteur en dernier ressort sur les marchés d'obligations d'État. Certains d'entre eux sont faux, en particulier l'argument fondé sur le risque d'inflation (voir De Grauwe, 2011b ; Wyplosz, 2011). D'autres doivent être pris au sérieux, comme le risque d'aléa moral. Il s'agit du risque que les gouvernements tirant profit de ce programme d'achat d'obligations de la BCE soient moins incités à réduire leurs déficits budgétaires et leurs dettes.

Ce risque d'aléa moral devrait toutefois être pris en charge par la fondation d'institutions distinctes visant à contrôler les dettes et les déficits publics excessifs. Celles-ci sont en train d'être mises en place (semestre européen, pacte fiscal, sanctions automatiques, etc.). Ce mécanisme de discipline et de sanction devrait alors soulager la BCE de ses craintes concernant l'aléa moral (crainte qu'elle n'avait pas lorsqu'elle a fourni 1000 milliards d'euros aux banques à un taux d'intérêt bas dans le cadre du programme LTRO à la fin 2011, et au début 2012).

La persistance d'une critique acharnée contre l'idée que la BCE devrait être un prêteur en dernier ressort sur les marchés des obligations d'État explique la fixation par la BCE d'un certain nombre de conditions à son programme d'OMT. Ces conditions sont susceptibles de réduire l'efficacité de ce programme. Premièrement, la BCE va restreindre ses achats d'obligations à celles ayant une maturité de trois ans ou moins. Aucun argument économique sérieux ne justifie l'imposition d'une telle restriction. En fait, elle pourrait même contribuer à augmenter la fragilité des émetteurs souverains. Ceux-ci seront désormais incités à émettre des obligations à échéance plus courte que celle qu'ils auraient choisie sans cette condition, ce qui les rend plus vulnérables aux crises de liquidité.

Deuxièmement, la BCE a fixé comme condition au recours au programme d'OMT, l'obligation pour les pays concernés de solliciter le MES, ce qui est à même de soumettre ces pays à des programmes d'austérité supplémentaires. Il en résulte de manière problématique que, pour un pays, la condition d'obtention d'un soulagement de la BCE soit de s'enfoncer plus profondément dans la récession. La logique économique qui sous-tend une telle approche est difficile à comprendre. Elle découle à mon avis d'une approche moralisatrice du problème, très populaire dans le Nord de l'Europe, souhaitant que les pays sollicitant un soutien se voient d'abord punis pour leurs péchés.

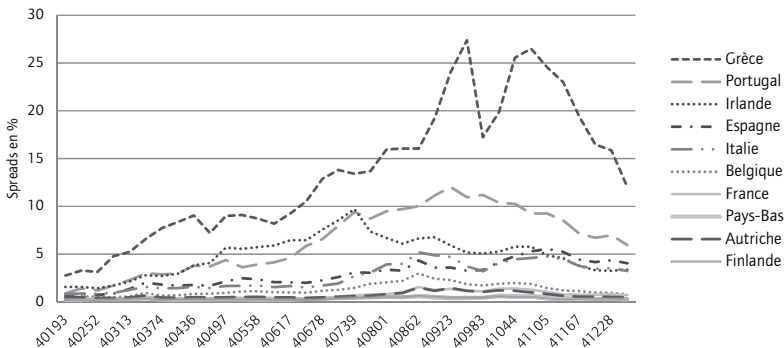
Un danger supplémentaire affecte cette seconde condition. Le MES sera au centre de la procédure de déclenchement de la fourniture de liquidités de la BCE dans le cadre du programme d'OMT. Les décisions du MES sont cependant soumises *de facto* au droit de veto de l'Allemagne et d'autres pays. On ne peut qu'espérer que le bon sens prévaudra et que l'opposition, répandue en Allemagne, aux activités de la BCE comme prêteur en dernier ressort n'empêche pas celle-ci de les exercer.

2. De nouveaux risques pour la zone euro

De l'analyse ci-dessus, on peut conclure que la BCE a sauvé la zone euro de la faillite imminente en 2012. Mais cela signifie-t-il que la zone euro soit sauvée ? À court et moyen terme, oui. À long terme, non. La plus grande menace pour la zone ne provient pas aujourd'hui de l'instabilité financière, mais du potentiel d'instabilité sociale et politique résultant de la crise économique dans laquelle les pays du Sud ont été poussés et des hausses de chômage sans précédent depuis la Grande dépression qui en résultent. Dans certains pays méridionaux de la zone euro, le taux de chômage se situe maintenant bien au-delà de 20% (en Grèce, en Espagne et au Portugal). L'évolution la plus spectaculaire concerne l'augmentation du chômage des jeunes : celui de la Grèce et de l'Espagne se situe maintenant au-dessus de 50%, et à environ 30-40% en Italie et au Portugal. Si elle ne s'inverse pas rapidement, cette situation peut conduire à des troubles sociaux et politiques dans des sociétés devenues incapables d'assurer un avenir à leurs jeunes citoyens.

Le développement le plus important survenu au cours de l'année 2012 est dès lors le changement de nature des risques à l'intérieur de la zone euro. Début 2012, ceux-ci étaient principalement d'ordre financier – il y avait, autrement dit, un risque que certains gouvernements puissent ne pas trouver l'argent pour payer les détenteurs d'obligations. La BCE a résolu ce problème.

Graphique 1 *Spreads des obligations d'État à 10 ans dans la zone euro*



Source : Datastream.

Début 2013, le risque est devenu social et politique : dans certains pays, l'augmentation continue du chômage et la baisse du revenu réel pourraient amener des jeunes désespérés à commencer à écouter les politiciens qui leur promettent une vie meilleure en dehors de la zone euro.

Il ne fait aucun doute qu'une partie des problèmes rencontrés par les pays méridionaux de la zone soit liée au mauvais fonctionnement de leurs marchés du travail. Par exemple, dans ces pays, la rigidité des lois en matière de protection de l'emploi a pour effet de rendre plus difficile l'entrée des jeunes sur le marché du travail. En conséquence, le chômage des jeunes est devenu un problème structurel grave. Mais ces problèmes structurels ne peuvent expliquer la baisse spectaculaire de la croissance économique dans ces pays, ni l'augmentation tout aussi spectaculaire du chômage. Cet état de fait résulte d'un échec profond de la gestion macroéconomique de la zone euro.

3. Les échecs de la gestion macroéconomique de la zone euro

Les politiques macroéconomiques de la zone euro ont été dictées par les marchés financiers. Les pays d'Europe du Sud (y compris l'Irlande) ont accumulé des déficits commerciaux dans le passé, alors que les pays du Nord¹ de la zone euro accumulaient des excédents commerciaux. En conséquence, ceux-là sont devenus les débiteurs du système, et ceux-ci, les créanciers. Cette situation a contraint les pays du Sud à implorer le soutien financier de ceux du Nord. Ces derniers l'ont fait à contrecœur et uniquement après l'imposition de programmes d'austérité contraignant les pays méridionaux à des réductions de dépenses rapides et profondes.

La récente explosion des ratios de dette publique par rapport au PIB rend bien sûr inévitables ces réductions de dépenses dans le Sud. Mais elles ont été appliquées trop vite et de manière trop drastique. Il est plus important encore de noter que les pays du Nord ne se sont pas montrés prêts à compenser les coupes budgétaires dans le Sud par une

1. Nous entendons par « Pays du Nord de la zone euro », l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Finlande et les Pays-Bas.

augmentation des dépenses afin de stabiliser la croissance dans la zone euro dans son ensemble. L'austérité nécessaire imposée aux pays d'Europe méridionale aurait pu être compensée par la stimulation de la demande dans les pays du Nord de l'Europe. En lieu et place de cela, c'est une austérité rigoureuse qui a été imposée aux pays débiteurs sous la férule de la Commission européenne, tandis que les pays créanciers poursuivaient des politiques visant l'équilibre budgétaire.

En a résulté un processus d'ajustement asymétrique dans lequel la plus grande partie de l'ajustement a été réalisé par les pays débiteurs. Ceux-ci ont été contraints de réduire leurs salaires et prix relatifs à ceux des pays créanciers (une « dévaluation interne »), sans que ces derniers ne connaissent de compensation via une augmentation de leurs salaires et prix (« réévaluations internes »).

Le graphique 2 atteste de la nature de cette asymétrie. Il montre l'évolution des coûts salariaux unitaires relatifs² des pays débiteurs (en utilisant comme base de référence la moyenne de la période 1970-2010). Deux caractéristiques en ressortent. Tout d'abord, de 1999 jusqu'à 2008-2009, on constate une forte augmentation des coûts salariaux unitaires de ces pays. Ensuite, depuis 2008-2009, se sont produits des revirements assez spectaculaires des coûts salariaux unitaires relatifs (dévaluations internes) en Irlande, en Espagne et en Grèce et, dans une moindre mesure, au Portugal et en Italie.

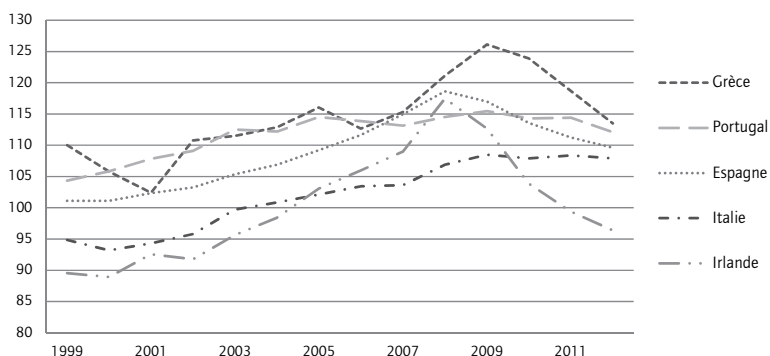
Ces dévaluations internes ont un coût considérable en termes de perte de production et d'emploi dans les pays débiteurs. Dans la mesure où elles ne sont pas achevées (sauf peut-être en Irlande), des pertes supplémentaires de production et d'emploi sont à prévoir.

Existe-t-il des preuves que ce processus de réévaluation interne a bien lieu dans les pays excédentaires ? La réponse est donnée dans le graphique 3, qui présente l'évolution des coûts salariaux unitaires relatifs dans les pays créanciers. On y observe très peu de mouvement depuis

2. Le coût salarial unitaire relatif est défini comme le rapport entre le coût salarial unitaire d'un pays et la moyenne des coûts salariaux unitaires de la zone euro. Une augmentation de ce ratio indique que le pays concerné a vu ses coûts salariaux unitaires augmenter plus rapidement que dans le reste de la zone euro, et vice versa.

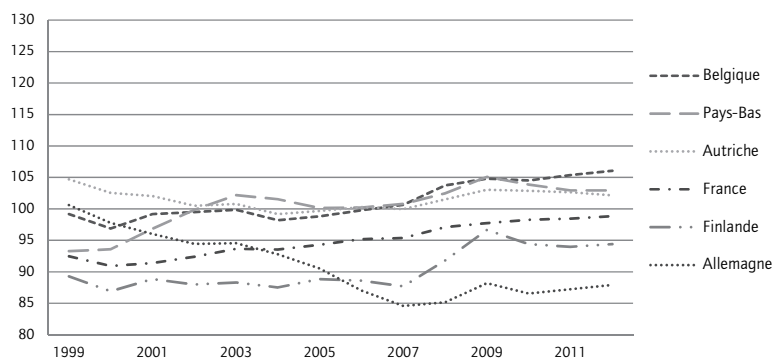
2008-2009. La position de l'Allemagne se démarque : au cours de la période 1999-2007, elle a pratiqué une forte dévaluation interne qui a contribué à la reprise économique et à l'accumulation d'excédents extérieurs. Cette dévaluation interne s'est arrêtée en 2007-2008. Depuis lors, aucune réévaluation interne importante n'y a eu lieu. On observe également sur le graphique 3 que les autres pays restent proches de l'équilibre à long terme (au-dessus de la moyenne 1970-2010), et qu'aucun changement significatif n'a eu lieu depuis 2008-2009.

Graphique 2 Coûts salariaux unitaires relatifs (moyenne 1970-2010 = 100)



Source : Commission européenne, AMECO.

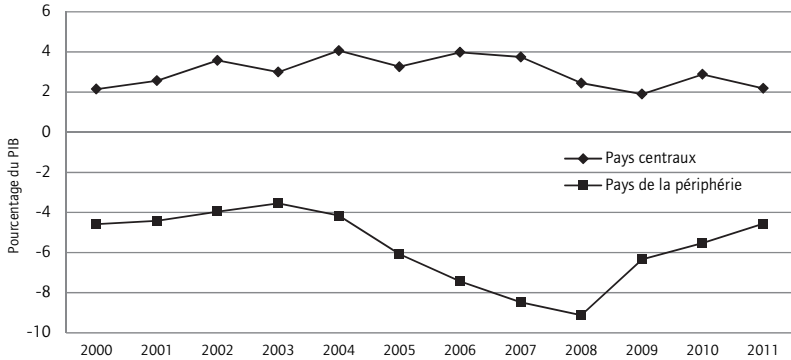
Graphique 3 Coûts salariaux unitaires relatifs (moyenne 1970-2010 = 100)



Source : Commission européenne, AMECO.

Le graphique 4 amène à la même conclusion. Nous y voyons que les pays de la périphérie ont entamé un processus de réduction du déficit des comptes courants, qui est beaucoup plus spectaculaire que la baisse des excédents des comptes courants des pays centraux.

Graphique 4 Excédents (déficits) des comptes courants dans la zone euro



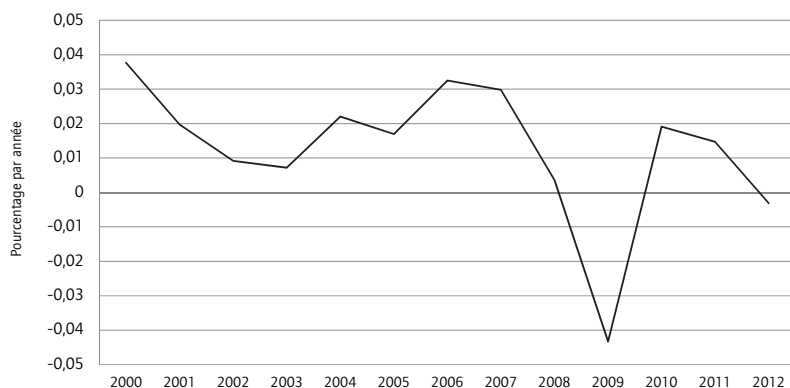
Source : Commission européenne.

Note : les pays centraux sont : Autriche, Belgique, France, Allemagne, Pays-Bas, Finlande ; ceux de la périphérie : Italie, Irlande, Portugal, Espagne.

On peut ainsi conclure que le fardeau de l'ajustement des déséquilibres entre pays créanciers et débiteurs repose presque exclusivement sur ceux-ci, les pays de la périphérie. En découle un effet déflationniste qui explique pourquoi, depuis 2012, la zone euro a été plongée dans une récession « à double creux », comme en témoigne le graphique 5.

Comme souligné plus haut, le risque est réel que les citoyens des pays d'Europe méridionale, qui sont soumis à de longues périodes de récession économique profonde et à une montée du chômage à des niveaux jamais vus depuis les années 1930, se révoltent et rejettent un système qui leur avait été promis comme le paradis économique.

Graphique 5 Croissance du PIB dans la zone euro



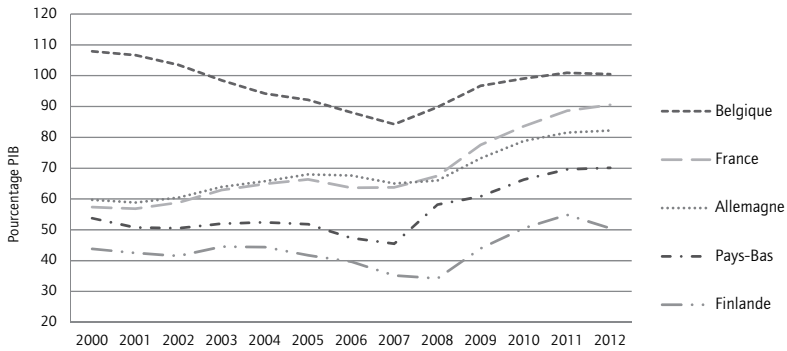
Source : Commission européenne, AMECO.

4. Vers des politiques macroéconomiques symétriques dans la zone euro

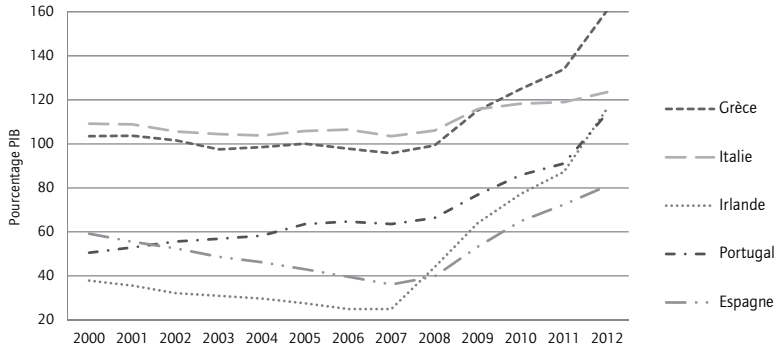
Comment organiser la gestion macroéconomique de manière à permettre d'éviter une longue période de croissance historiquement basse et le risque qu'elle crée des générations perdues dans de nombreux pays membres de la zone euro ?

La réponse réside dans la nécessité d'organiser les politiques macroéconomiques de manière symétrique. Cette approche symétrique devrait partir des différentes positions budgétaires des pays membres de la zone euro. Ces différences sont visibles dans les graphiques 6 et 7. J'y montre les ratios de dette publique de deux groupes de pays de la zone, les débiteurs et les créanciers. Il en ressort que si les pays débiteurs n'ont pas été en mesure de stabiliser leurs ratios de dette publique (ils sont en fait toujours sur une trajectoire explosive), la situation des pays créanciers est radicalement différente. Ces derniers ont réussi à stabiliser leurs ratios. Cette situation ouvre une fenêtre d'opportunité pour l'introduction d'une règle susceptible de contribuer à une plus grande symétrie dans les politiques macroéconomiques de la zone euro.

Graphique 6 Taux de dette publique brute dans les pays crédeurs de la zone euro



Graphique 7 Taux de dette publique brute dans les pays débiteurs de la zone euro



Source : Commission européenne, AMECO.

La règle que je propose est la suivante : les pays créanciers qui ont stabilisé leur taux d'endettement devraient arrêter d'essayer d'équilibrer leurs budgets, maintenant que la zone euro est entrée dans une nouvelle récession. Au contraire, ils devraient stabiliser leurs ratios de dette publique aux niveaux atteints en 2012. Une telle règle implique que ces pays puissent connaître de petits déficits budgétaires et pourtant conserver leur niveau de dette publique constant. L'Allemagne, en particulier, qui est proche de l'équilibre budgétaire en 2013, pourrait se permettre

d'enregistrer un déficit de près de 3 % du PIB, tout en gardant constant le niveau de sa dette par rapport au PIB³. Ceci provoquerait une relance significative pour la zone euro dans son ensemble.

L'idée que l'Allemagne devrait prendre le leadership et stimuler son économie est souvent critiquée pour deux raisons. Tout d'abord, la capacité financière de l'Allemagne serait limitée et, ensuite, la relance allemande n'aurait des effets que limités sur le reste de la zone euro. Cette critique n'est pas fondée. En premier lieu, le gouvernement allemand peut désormais emprunter à des taux d'intérêt historiquement faibles (environ 1,5 % pour les obligations à 10 ans). Cela signifie que les investisseurs signalent au gouvernement allemand qu'ils seraient heureux d'acheter plus d'obligations d'État allemandes. Il est difficile de comprendre pourquoi le gouvernement n'est pas disposé à emprunter plus quand il est si bon marché de le faire. Il doit bien exister des projets d'investissement en Allemagne qui ont un taux de rendement social plus élevé que 1,5 % par an.

Deuxièmement, l'économie allemande représente environ 33 % du PIB de la zone euro. En outre, à peu près 60 % de son commerce se fait avec le reste de la zone euro. Ainsi, une relance en Allemagne entraînerait une augmentation importante des importations en provenance du reste de la zone, ce qui y stimulerait la croissance. En la matière, le FMI a estimé que les multiplicateurs budgétaires (qui mesurent l'augmentation du PIB pour toute dépense publique d'un euro) sont aujourd'hui nettement supérieurs à 1.

Comme indiqué précédemment, une telle relance faciliterait également la gestion des déséquilibres des balances commerciales entre le Nord et le Sud de la zone euro. En stimulant leurs dépenses, les pays du Nord réduiraient les surplus accumulés sur ceux du Sud. C'est là une condition nécessaire pour permettre au Sud de résorber ses déficits commerciaux vis-à-vis du Nord.

3. J'utilise la prévision de croissance nominale du PIB allemand pour 2013 (croissance réelle + inflation) réalisée par la Commission européenne à la fin 2012. Cette prévision était de 3,5 %, ce qui permet à l'Allemagne de stabiliser son ratio de dette par rapport au PIB tout en enregistrant un déficit budgétaire de 2,9 %.

La mise en œuvre ou non de la règle symétrique ici proposée dépend en grande partie de la Commission européenne. Celle-ci devrait invoquer des circonstances exceptionnelles, c'est-à-dire le début d'une récession touchant l'ensemble de la zone euro et menaçant de saper sa stabilité, et exhorter les pays créanciers à cesser temporairement d'essayer d'équilibrer leurs budgets. Comme règle subsidiaire, la Commission européenne devrait essayer de convaincre les pays créanciers qu'il est plutôt dans leur intérêt et celui de la zone euro de stabiliser leurs ratios de dette publique.

Conclusions

La récente décision de la BCE d'agir comme prêteur en dernier ressort constitue un changement de régime majeur pour la zone euro. Elle a considérablement amoindri les craintes existentielles qui en détruisaient, lentement mais inexorablement, les fondations.

Bien que nécessaire, le nouveau rôle de la BCE, n'est pas suffisant pour garantir la survie de l'union monétaire. J'ai défendu l'idée de la nécessité de rendre les politiques macroéconomiques plus symétriques. La nature asymétrique des ajustements macroéconomiques, qui fait reposer le plus gros du fardeau de l'ajustement sur les pays déficitaires, a créé une tendance déflationniste dans la zone euro. Elle explique aussi la récession à double creux dans laquelle la zone euro a été replongée à la fin 2012. Des mécanismes d'ajustement macroéconomiques plus symétriques sont essentiels pour éviter une déflation longue et prolongée, que n'acceptera pas une grande partie de la population la zone euro. En effet, le risque majeur en termes de survie de la zone euro est aujourd'hui celui qui émane des bouleversements sociaux et politiques que connaissent les pays envoyés de force dans une spirale déflationniste. Alors que la décision de la BCE d'agir en tant que prêteur en dernier ressort a réduit le risque d'une implosion financière, ce risque a donc été remplacé par celui d'une implosion due à des troubles sociaux et politiques incontrôlables dans le Sud de l'Europe.

Pour que des politiques macroéconomiques plus symétriques puissent être mises en œuvre dans la zone euro, les citoyens de ses pays doivent être convaincus que cette approche est la bonne. Le sentiment d'aléa moral est aujourd'hui très développé dans le Nord de l'Europe. Il implique

que les pays « qui se conduisent bien » ne devraient pas aider ceux qui ont mal agi, et que ce faire reviendrait à récompenser des comportements déviants. Fondamentalement, les citoyens de l'Europe du Nord devraient être informés du fait que la crise n'est pas seulement le résultat de l'irresponsabilité des pays d'Europe méridionale dans l'accumulation de dettes extérieures importantes. Elle provient également de l'Europe du Nord, qui, pendant les années de boom, fournissait sans arrière-pensée des crédits bancaires excédentaires au Sud. Chaque emprunteur imprudent du Sud trouvait un prêteur tout aussi imprudent dans le Nord. La responsabilité de la crise de l'euro est dès lors partagée entre le Nord et le Sud de la zone euro. Les solutions à la crise requièrent donc que chacun y prenne sa part de responsabilité.

Références

- De Grauwe P. (2011a) *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Documents, Economic Policy, Bruxelles, Centre for European Policy Studies, 4 mai 2011 (<http://www.ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone>).
- De Grauwe P. (2011b) *The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?*, CESifo Working Paper 3569, Munich, Center for Economic Studies, septembre 2011.
- Wyplosz C. (2011) *They still don't get it*, VoxEU, 25 octobre 2011 (<http://www.voxeu.org/article/eurozone-leaders-still-don-t-get-it>).
- Wolf M. (2011) *Be bold Mario, put out that fire*, Financial Times, 25 octobre 2011 (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/bd60ab78-fe6e-11e0-bac4-00144feabdc0.html#axzz1cJuyIOkj>).