La zone euro en crise. Quelles perspectives pour la politique monétaire et les politiques budgétaires en Europe ?

Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak

▶ **To cite this version:**

Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak. La zone euro en crise. Quelles perspectives pour la politique monétaire et les politiques budgétaires en Europe ?. OFCE Les notes du blog, 2012, 21, pp.1-12. hal-01024581

HAL Id: hal-01024581

https://sciencespo.hal.science/hal-01024581

Submitted on 16 Jul 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

ofce les notes

N° 21 / 29 juin 2012

La zone euro en crise

Quelles perspectives pour la politique monétaire et les politiques budgétaires en Europe ?

Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak

Le 8 juin 2012, s'est tenue à Kiel la 9e Conférence EUROFRAME[1] sur les questions de politique économique de l'Union Européenne. Son sujet était : « La zone euro en crise : quelles perspectives pour la politique monétaire et les politiques budgétaires en Europe ? ». Nous en proposons ici un compte-rendu assorti de brefs commentaires[2].

La conférence a, bien sûr, été dominée par la question de la crise des dettes publiques de pays de la zone euro. Comment est-on arrivé à cette situation ? Faut-il incriminer des erreurs des politiques économiques nationales ? Faut-il mettre en cause la mauvaise organisation de la zone euro ?

Plusieurs lignes de fracture sont apparues :

— Pour les uns, ce sont des politiques nationales irresponsables qui sont la cause des déséquilibres : les pays du Sud ont laissé se développer des bulles immobilières et salariales tandis que les pays du Nord pratiquaient des politiques vertueuses d'austérité salariale et de réformes structurelles. Les pays du Sud doivent donc adopter la stratégie des pays du Nord et accepter une longue cure d'austérité. Pour les autres, la monnaie unique a permis le développement de déséquilibres jumeaux et opposés : trop d'austérité au Nord, trop de hausses de salaires au Sud ; il faut une convergence où la relance au Nord facilite la résorption des déséquilibres extérieurs au Sud.

— Pour les uns, chaque pays doit mettre en œuvre des politiques alliant consolidation budgétaire et réformes structurelles. Pour les autres, il faut une stratégie de

1. EUROFRAME est un réseau d'instituts économiques européens qui regroupe : DIW et IFW (Allemagne), WIFO (Autriche), ETLA (Finlande), OFCE (France), ESRI (Irlande), PROMETEIA (Italie), CPB (Pays-Bas), CASE (Pologne), NIESR (Royaume-Uni).

2. La plupart des articles sont disponibles sur : http://www.euroframe.org/index.php?id=7. Une sélection d'articles sera publiée dans un numéro de la *Revue de l'OFCE,* collection « Débats et politiques », à paraître fin 2012. Le présent compte-rendu n'engage que ses auteurs.

croissance à l'échelle de l'UE (en particulier par le financement de la transition écologique) et une garantie des dettes publiques pour faire converger les taux d'intérêt nationaux vers le bas.

— Pour les uns, toute nouvelle solidarité suppose le développement d'une Union budgétaire, ce qui signifie la mise en place des règles contraignantes inscrites dans le Pacte budgétaire ; pour les autres, il faut une coordination ouverte des politiques économiques, sans normes préétablies.

Les déséquilibres dans la zone euro

L'article de Virginie Coudert, Cécile Couharde et Valérie Mignon : « **Les désajustements de taux de change dans la zone euro** » compare le taux de change réel des pays de la zone zuro avec un taux de change d'équilibre estimé économétriquement qui dépend de la productivité du travail et du stock d'avoirs (ou de dettes) extérieurs. Il apparaît, sans surprise, que la Grèce connaissait en 2010 une surévaluation de 20 %, le Portugal de 14 %, l'Espagne de 10 %, l'Italie de 6,5 %. En sens inverse, le taux de change réel de la Finlande était sous-évalué de 7 %, celui de la France et l'Allemagne de 0,5 %. Cependant, les fondements théoriques de cette méthode sont discutables : elle ne prend pas en compte le besoin de croissance et d'emploi, et en particulier le taux de chômage. Elle prend en compte le stock d'actifs étrangers et non le solde courant. Ceci peut expliquer le résultat plutôt surprenant pour la France.

L'article de Vincent Duwicquet, Jacques Mazier et Jamel Saadaoui : « **Désajustements de taux de change, transferts et fédéralisme budgétaire : comment s'ajuster en union monétaire** » évalue les modifications de taux de change réel qui permettraient d'obtenir simultanément le plein-emploi et l'équilibre du solde extérieur. Il obtient alors, toujours pour l'année 2010, que le Portugal est surévalué de 25 %, la Grèce de 18 %, l'Espagne de 15 %, la France de 12 % tandis que les Pays-Bas sont sous-évalués de 9 %, l'Autriche de 11 %, l'Allemagne de 22 %. Le problème est cependant que la norme d'équilibre du solde extérieur est arbitraire : les pays d'Europe du Nord souhaitent avoir un excédent et l'équilibre décrit par les auteurs ne correspond pas à ces souhaits. Les auteurs proposent de faciliter les ajustements dans la zone euro soit par un élargissement du budget européen, soit par un système de transferts des pays en meilleure situation que la moyenne vers ceux en situation difficile. Certes, les déséquilibres après un choc dissymétrique seraient moins importants. Mais les pays du Nord refuseraient un système où ils risquent d'être en permanence contributeurs. Une autre stratégie plus délicate à mettre en œuvre serait de financer par des euro-obligations des investissements productifs dans les pays en récession.

Les règles budgétaires

La crise des dettes souveraines des pays du Sud a conduit la Commission européenne et les pays du Nord de l'Europe à prôner le renforcement du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) et à réclamer un Pacte budgétaire, qui imposerait aux pays de se donner l'objectif de moyen terme d'équilibrer leur solde structurel (ou, du moins, d'avoir un déficit structurel inférieur à 0,5 % du PIB) et à court terme de réduire chaque année leur déficit et leur ratio de dette, si ce dernier dépasse 60 % du PIB.

L'article d'Achim Truger et Henner Will : « **Manipulable et pro-cyclique, une analyse détaillée du « frein à l'endettement » allemand** » critique le « frein à l'endettement » allemand qui a inspiré le Pacte Budgétaire. Selon les auteurs, la limite de 0,35 % du PIB est arbitraire et conduirait à long terme à une dette publique de 11,7 % du PIB, ce qui n'est pas crédible ; elle ne permet pas de financer les investissements publics par l'emprunt. Surtout, la règle n'est pas simple et transparente, en raison de la difficulté à évaluer le solde structurel : d'ailleurs, la Commission change en permanence sa méthode de calcul. Enfin, cette méthode sous-évalue l'écart de production. Elle risque donc d'obliger à pratiquer des politiques budgétaires pro-cycliques.

L'article de Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak : « **Faut-il des règles de politique budgétaire ?** » discute des justifications mises en avant pour instaurer des règles de politiques budgétaires. La préoccupation d'éviter des politiques budgétaires trop expansionnistes milite pour l'introduction d'un « vraie » règle d'or des finances publiques, où le déficit public structurel serait égal à l'investissement public. Les préoccupations de stabilisation macroéconomique militent plutôt pour une règle du type : « le solde public doit assurer le niveau de demande maximum, compatible avec la stabilité des prix et un taux d'intérêt égal au taux de croissance ». Selon les auteurs, rien ne prouve que les déficits publics ont été globalement trop importants, avant, pendant et depuis la crise. La plupart des règles budgétaires proposées ne sont pas économiquement satisfaisantes, puisqu'elles ne permettent pas de suivre la politique optimale après un choc. L'article analyse les expériences de la « règle d'or » au Royaume-Uni et du PSC. Il critique le projet européen de Pacte budgétaire, qui repose sur les concepts théoriquement et empiriquement vagues de croissance potentielle et de solde structurel, qui impose une contrainte de moyen terme trop rigide ne permettant pas de financer les investissements publics par de l'endettement, qui risque d'imposer des politiques budgétaires pro-cycliques et qui interdit les politiques budgétaires discrétionnaires pourtant indispensables pour une stabilisation complète.

La discussion de ces deux articles a porté sur trois points : est-il légitime qu'une profonde récession survenant en l'année N modifie l'estimation du niveau du déficit structurel pour les années antérieures à la crise, comme ce fut le cas avec les estimations de la Commission ? L'absence de règles est-elle préférable à une règle imparfaite ? Le Pacte budgétaire est-il une règle valable pour toujours ou est-ce une règle temporaire que les pays pourront suspendre quand leur dette aura fortement baissé (mais, dans ce cas, faut-il l'inclure dans la Constitution) ?

L'article de Jérôme Creel, Paul Hubert et Francesco Saraceno : « **Une évaluation des projets de réforme de Pacte de Stabilité et de croissance à l'aide d'une maquette macroéconomique** » compare à l'aide d'une maquette d'inspiration néo-keynésienne les conséquences de quatre règles budgétaires : le Pacte budgétaire (un déficit structurel limité à 0,5 % du PIB) ; une règle de réduction de la dette (chaque année, une baisse de 5 % de l'écart avec la norme de 60 %, puis une fois cette limite atteinte, la limitation du déficit structurel à 0,5 %) ; le PSC (une limite à 3 % du déficit) ; la vraie règle d'or (l'équilibre du solde structurel courant). L'article prend en compte une caractéristique importante de la situation actuelle : le taux d'intérêt ne pouvant descendre en dessous de 0,25 %, la politique monétaire devient impuissante si la récession est trop forte ou l'inflation trop faible. Les auteurs analysent le coût d'une consolidation budgétaire, puis l'impact de chocs de demande et d'offre autour d'une trajectoire équilibrée, selon la règle en vigueur. Leurs simulations montrent, qu'en

terme de perte d'activité, la vraie règle d'or est la moins coûteuse, puis le PSC actuel, enfin les règles de limitation du solde structurel ou du ratio de dette publique. En cas de choc autour de la trajectoire équilibrée, le PSC actuel laisse assez de place pour la stabilisation macroéconomique, ce n'est pas le cas des règles induites par le Pacte budgétaire. Enfin, les auteurs mettent en garde contre le risque de règle incluant implicitement un objectif de dette publique nulle à long terme. Au cours de la discussion, il fut noté que l'article suppose que les gouvernements connaissent le vrai écart de production, en temps réel (alors qu'on peut craindre que la méthode d'évaluation de la Commission sous-estime l'écart de production, obligeant à des politiques procycliques) ; l'article suppose qu'il existe une croissance équilibrée à dette publique à 60 % du PIB et taux d'intérêt nominal positif, ce qui ne va pas de soi si les agents privés désirent détenir plus de dette publique.

L'article de Pierre Villa : « **Une règle d'or modifiée pour la zone euro** » propose de séparer les quatre fonctions de l'État : la fonction de stabilisation, qui doit jouer sans limite numérique ; la fonction d'allocation, qui suppose un financement d'investissement public par de l'endettement ; la fonction d'assurance sociale, qui doit être équilibrée ; la fonction de garantie financière, qui doit être assurée par la Banque centrale et si nécessaire par le secteur bancaire lui-même. Un modèle à deux pays, en union monétaire, est développé. Il montre que la stabilisation parfaite, à la suite d'un choc asymétrique de demande privée, suppose que la Banque centrale garantisse les dettes publiques et évite l'apparition de primes de risque. Il fut reproché à l'article de ne pas traiter des divergences de solde extérieur entre les deux pays.

Les stratégies de sortie de crise

L'article du Conseil des Experts Economiques allemands : « **Un Pacte européen de rachat : mode d'emploi** » propose de constituer un fonds pour garantir le remboursement de la part de la dette publique supérieure à 60 % du PIB. Les pays dont la dette dépasse ce montant (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, France, Malte et Pays-Bas), à l'exception des pays soumis à un programme d'ajustement (Grèce, Irlande, Portugal), mettraient en commun la part de la dette qui dépasse 60 % du PIB et, en contrepartie, lui transféreraient irrémédiablement des ressources fiscales permettant un remboursement en 25 ans. La France pourrait ainsi se faire financer une dette de 27 % de son PIB en transférant des recettes d'un montant de 1,3 % du PIB. Les marchés financiers, rassurés, accepteraient de détenir cette dette à un taux plus bas que les taux actuels (les auteurs envisagent un taux de 4 %, ce qui est pessimiste puisque la France s'endette aujourd'hui à 2,5 %). Par ailleurs, les pays devraient s'engager dans le Pacte budgétaire, donc ramener rapidement leur déficit primaire à 0,5 % du PIB. Ainsi, le ratio de dette diminuerait rapidement : en 2035, il serait de 58,5 % en Belgique (contre 97 % aujourd'hui), de 53,5 % en France (au lieu de 88 %), de 50 % en Allemagne (au lieu de 82 %), de 60 % en Italie (au lieu de 120 %). Cependant, les pays devraient engager des politiques budgétaires fortement restrictives en 2012-2015, qui représenteraient, selon le calcul des auteurs, 7 points de PIB pour l'Espagne, 5,6 points pour la France ; 4 points pour les Pays-Bas ; 3 points pour l'Italie et la Belgique. L'article n'analyse pas les conséquences de ces politiques restrictives sur le PIB ; il fait l'hypothèse implicite que le multiplicateur budgétaire est nul. De même, il n'envisage pas que l'Europe puisse connaître des épisodes de ralentissement économique dans les 25 prochaines années, qui pourraient nécessiter d'infléchir les

politiques restrictives. De même, il ne s'interroge pas sur les facteurs qui ont provoqué ces hausses des dettes publiques. Sont-ce des péchés dont les États-membres doivent se racheter ? Ou ces hausses étaient-elles nécessaires compte tenu de la situation économique ?

L'article de Pier Carlo Padoan, Urban Sila et Paul van den Noord : « **Eviter les pièges de la dette, cran de sécurité monétaire et réformes structurelles** » propose une maquette analytique qui présente deux équilibres : un bon équilibre avec une forte croissance, un taux d'intérêt faible et un bas ratio dette/PIB et un mauvais équilibre, avec une croissance médiocre, un taux d'intérêt élevé et un fort niveau de dette. À la suite d'un choc financier (comme une forte hausse de la dette), un pays peut connaître une spirale vers le mauvais équilibre : la hausse de la dette inquiète les marchés et provoque une hausse du taux d'intérêt, celle-ci pèse sur la croissance, ce qui augmente encore la dette, d'où une nouvelle hausse des taux… Les auteurs proposent d'échapper à cette spirale de deux façons : introduire des réformes structurelles qui permettraient d'impulser la croissance (mais ces réformes miracles existent-elles vraiment ?) ; pratiquer une politique monétaire expansionniste pour maintenir les taux à un bas niveau (mais, il faudrait distinguer le cas des pays du Sud de la zone euro, victimes de la spéculation du cas des autres pays, l'Allemagne, la France, les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon, qui ne souffrent pas de taux d'intérêt élevés). L'impact de la politique budgétaire est ambigu dans la maquette : si le multiplicateur budgétaire est élevé, une politique expansionniste soutient la croissance et permet une sortie vers le haut : la croissance réduit le ratio de dette et les taux d'intérêt. Au contraire, s'il est bas, la consolidation budgétaire est expansionniste puisqu'elle réduit la dette et les taux d'intérêt. Les auteurs ont choisi de prendre un multiplicateur de 0,1 beaucoup plus bas que la fourchette 0,8-1,2 sur laquelle s'accordent les travaux récents (évaluation qui devrait encore être augmentée pour des politiques mises en œuvre simultanément dans toute la zone). Ceci les amène à soutenir la politique actuelle de consolidation budgétaire, qui selon eux peut avoir des effets dépressifs à court terme, mais qui deviendrait expansionniste à moyen terme. La discussion a bien sur porté sur l'impact des réformes structurelles, la valeur du multiplicateur budgétaire. Il fut aussi reproché aux auteurs de faire l'impasse sur les causes mêmes de la crise : l'instabilité financière et la croissance des inégalités qui ont fragilisé les économies occidentales.

L'article de Christophe Van Nieuwenhuyze : « **Dettes, actifs et déséquilibres dans la zone euro, résorber les déséquilibres ou consolider les finances publiques ?** » propose une analyse des actifs et des dettes des agents publics et privés de la zone euro. Il apparaît que la zone est globalement équilibrée ; durant la crise, le gonflement des déficits publics n'a fait que compenser la hausse des excédents des ménages et des entreprises. Au total, la zone euro souffre du creusement des disparités de soldes extérieurs et de situations nettes vis-à-vis de l'extérieur plutôt que d'un problème global de dettes publiques. L'auteur propose donc une politique consistant, à court terme à financer ces déséquilibres par des flux financiers organisés par le SEBC et par des transferts budgétaires ; à moyen terme par des politiques structurelles (hausse de la compétitivité des pays du Sud, hausse des salaires et de la demande interne dans les pays du Nord). Durant la discussion, certains économistes allemands ont estimé qu'il n'y avait aucune relation entre le choix des pays du Nord d'accumuler des excédents extérieurs et le creusement des déficits des pays du Sud. Pour eux, les pays du Sud sont condamnés à une longue période de réformes structurelles, d'austérité salariale et

budgétaire tandis que les pays du Nord ne peuvent revenir sur les efforts qu'ils ont effectués.

L'article de John FitzGerald : « **Crise financière, ajustement économique et retour de la croissance dans l'UE** » analyse d'abord les expériences de sortie de récession qu'ont connues certains pays européens dans les années 1980-95 ; il montre que la croissance a souvent été impulsée par le commerce extérieur grâce à des changements de parité et au dynamisme de l'environnement économique, deux facteurs qui manquent aujourd'hui. L'article analyse ensuite la situation des pays les plus touchés par la crise. Il remarque que les pays qui avaient un secteur bancaire dominé par des banques étrangères (Hongrie, Estonie) n'ont pas connu l'alourdissement de leurs dettes qu'ont connu des pays dont le secteur bancaire était national (Irlande, Espagne). La crise a montré que des déficits extérieurs importants étaient une source de fragilité, même s'il était possible, avant 2007, de les financer sans difficulté. Les pays en crise ont connu des baisses impressionnantes de leur consommation et de leur investissement. La chute du secteur de la construction a fortement augmenté le taux de chômage des travailleurs non qualifiés. L'amélioration des finances publiques est très lente puisque les politiques restrictives réduisent l'activité et donc les rentrées fiscales. Selon l'auteur, la priorité est de consolider les finances publiques ; mais, il reconnaît en même temps que cela demande une reprise de la croissance, ce qui nous semble peu compatible avec des politiques généralisées d'austérité. Ensuite, les pays doivent améliorer leur compétitivité en réduisant le niveau des salaires. L'auteur met en garde contre la tendance actuelle de reconcentration des banques sur leur marché national ; il considère qu'un système bancaire intégré en Europe fournit des gains importants d'efficience. A long terme, il considère que c'est le manque de capital humain qui est le principal obstacle à la croissance, en particulier dans les pays du Sud où le chômage des non qualifiés est déjà élevé, où une forte reprise de l'activité dans la construction n'est pas souhaitable, où les générations qui arrivent sur le marché du travail ne sont pas assez formées ; un effort de formation continue lui semble indispensable.

L'article de Kari Alho : « **Comment restaurer la soutenabilité de la zone euro ?** » construit un modèle comprenant deux pays en union monétaire et un reste du monde. Il cherche à quelles conditions la zone monétaire est stable face à des chocs dissymétriques. Théoriquement, la stabilité est assurée par la dynamique prix/compétitivité : le pays le moins compétitif voit sa production baisser, ce qui fait diminuer ses salaires et restaure progressivement sa compétitivité. Cependant, ceci suppose qu'il ne pratique pas simultanément une politique budgétaire ou une politique de crédit expansionnistes. Si les marchés ne discriminent pas entre les dettes nationales, on peut aboutir à un pseudo-équilibre où le pays peu compétitif s'endette en permanence auprès de son partenaire. En cas de discrimination, on peut aboutir à des enchaînements instables où la dette d'un pays augmente sans cesse comme les taux d'intérêt qu'il supporte. Il faut donc imposer une règle budgétaire où un pays pratique une politique restrictive quand sa dette publique augmente, mais ceci peut induire des effets pervers si la politique restrictive induit une forte baisse de la production qui entraîne une hausse du ratio de dette. La solution réside alors dans la dévaluation interne (une réforme fiscale améliorant la compétitivité au prix de la baisse des salaires) ou dans des réformes structurelles (censées augmenter la compétitivité). L'article montre donc qu'il faut repenser les règles de fonctionnement de la zone. Deux questions ont été abordées dans la discussion : faut-il une règle portant sur le solde public ou sur le solde extérieur ? En cas de

déséquilibres, l'ajustement ne doit-il porter que sur le pays déficitaire ou ne faut-il pas examiner s'il y a une responsabilité du pays excédentaire ?

L'article de Marek Dabroswki : « **Les responsabilités des politiques monétaires et budgétaires dans la crise de la zone euro et sa résolution** » soutient que ce sont les politiques budgétaires qui sont responsables des difficultés actuelles dans la zone euro comme à l'extérieur de la zone (États-Unis, Royaume-Uni, Japon). Les marchés financiers ont été trop laxistes avant 2007-2008 en laissant gonfler les dettes publiques. La question est plus cruciale dans la zone euro, en raison de l'irresponsabilité induite par l'existence de la monnaie unique. Il n'y a pas d'autres solutions que la mise en œuvre de politiques budgétaires restrictives, même si celles-ci auront un coût à court terme. Ce coût peut être atténué par des réformes structurelles (réduire les dépenses plutôt qu'augmenter les impôts, libéraliser les marchés du travail, des biens et des services, repenser la protection sociale,…). Les taux d'intérêt doivent rester bas, mais il faut éviter les réformes déresponsabilisantes (euro-obligations ou garantie des dettes publiques). Le risque de cette stratégie, évoqué au cours de la discussion, est de ne pas analyser les facteurs qui ont obligé les gouvernements à accepter le gonflement des dettes publiques (les déséquilibres mondiaux avant la crise, puis la crise elle-même) et de risquer de provoquer une spirale dépressive sans fin.

Au contraire, l'article de Stephan Schulmeister : « **Pour un Fonds Monétaire Européen, un problème systémique requiert une solution systémique** » explique la crise actuelle par le développement du capitalisme financier qui a fait gonfler les dettes publiques en imposant des taux d'intérêt supérieurs au taux de croissance ; les entreprises préfèrent les placements financiers aux investissements productifs ; les entreprises ne s'endettent plus en terme nets alors que les ménages épargnent ; les gouvernements doivent alors accepter un gonflement de leur dette ; l'instabilité financière et la spéculation se nourrissent l'une de l'autre. Les politiques d'austérité budgétaire mènent à la récession et ne permettent pas de réduire le poids des dettes publiques. La surveillance des marchés financiers est actuellement contre-productive et auto-réalisatrice L'article propose de créer un FME, qui financerait les pays membres en émettant des euro-obligations garanties par les pays et la BCE. Le FME maintiendrait un taux d'intérêt de long terme légèrement inférieur au taux de croissance. Le financement de chaque pays ne serait pas soumis à une contrainte numérique, mais serait décidé, au sein du FME, par les ministres des finances des pays membres. Selon des simulations réalisées avec un modèle macroéconométrique, cet accord permettrait d'aboutir à une croissance plus forte et à des ratios de dette plus faibles que la politique d'austérité actuelle. La discussion a porté sur la possibilité de stabiliser les taux d'intérêt de long terme à un bas niveau, indépendamment de la politique monétaire. Pour séduisant que ce projet soit, il a le défaut de supposer que les ministres des Finances pourront s'entendre sur les objectifs de déficit public pour chaque pays, ce qui est problématique.

Des indicateurs de la crise

L'article de Jasper Lukkezen et Hugo Rojas-Romagosa : « **Quand la dette est-elle soutenable ?** » montre que le ratio dette publique/PIB reste stationnaire si le taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt payé sur la dette ou si le gouvernement réagit à la hausse de la dette en réduisant le déficit public. Jusqu'en 1980, les taux d'intérêt

nominaux étaient faibles relativement au taux d'inflation et au taux de croissance ; la soutenabilité de la dette ne posait pas problème. Depuis, si le Royaume-Uni, les États-Unis, la Belgique et les Pays-Bas tiennent compte du niveau de dette dans la conduite de leur politique budgétaire, ce ne serait pas le cas de l'Espagne et du Portugal, dont la dette serait donc devenue insoutenable. Cependant, les estimations économétriques sont conduites sur très longue période (1946-2010), ce qui, selon la discussion, fragilise le diagnostic sur l'Espagne : l'Espagne avait naguère une croissance supérieure à son taux d'intérêt ; ce n'est qu'à partir de 2009-10 que la question de soutenabilité de sa dette s'est posée.

Tobias Knedlik et Gregor von Schweinitz cherchent, dans leur article : « **Les déséquilibres macroéconomiques comme indicateurs des crises de dette en Europe** », à construire un indicateur qui aurait permis de prévoir les crises de dettes souveraines en Europe. Il est en effet apparu que des pays comme l'Espagne et l'Irlande, ont connu des crises (mesurées ici comme l'écart entre les taux sur la dette à 10 ans et les taux sur les pays AAA de la zone) alors que leur déficit et leur dette publics étaient relativement bas en 2007. C'est d'ailleurs pourquoi la Commission européenne se propose maintenant de surveiller les déséquilibres macroéconomiques. Les auteurs testent des variables de finances publiques, de compétitivité, de prix des actifs (immobilier et bourse), de marché du travail, de dettes privées et extérieures. Certaines ne permettent pas de prévoir des crises des dettes souveraines en raison de problèmes de délais (c'est le cas, par exemple, de la surévaluation des Bourses ou de la hausse de l'endettement privé). Le point délicat est que l'indicateur composite proposé annonce souvent des crises qui ne sont pas survenues. Le risque est qu'il soit performant pour prévoir les dernières crises, mais pas les prochaines.

L'article de Christian Richer et Dimitrios Paparas : « **Une analyse empirique de la soutenabilité de la politique budgétaire de la Grèce durant les siècles derniers** » procède à une analyse économétrique sur très longue période (1833-2009) pour déterminer si la politique budgétaire grecque est soutenable. Bizarrement, leurs tests économétriques sophistiqués concluent à la soutenabilité de la dette grecque. Compte-tenu de l'insolvabilité effective de la Grèce en 2011, les auteurs sont obligés de conclure au manque de pertinence de leurs méthodes économétriques. Celles-ci ne pouvaient prévoir la rupture survenue en Grèce en 2009 : chute de la croissance, crise financière, crise immobilière, forte hausse du coût de l'endettement. De même, elles ne prennent pas en compte le déséquilibre de la croissance depuis l'entrée de la Grèce dans la zone euro qui s'accompagnait d'un creusement du déficit extérieur. Le charme de l'article est donc qu'il met en garde contre certaines méthodes économétriques sans fondements économiques.

Questions monétaires

La question de la régulation des banques se pose avec acuité à l'heure actuelle. Là-aussi, deux points de vue s'opposent. Faut-il un « retour vers le passé », où les banques seraient appelées à concentrer leurs activités dans leur pays d'origine et à réduire leurs activités de marché au profit de leur rôle de distribution du crédit, sous la surveillance étroite d'autorités nationales ? Faut-il, au contraire, une union bancaire, où les banques seraient incitées à se diversifier à l'échelle de l'UE pour se répartir les risques, où le contrôle serait européen, où des normes prudentielles seraient mises en place ? La

première solution tire les leçons des pertes qu'ont subies les banques européennes en se développant à l'extérieur de leur pays d'origine et en finançant des activités spéculatives, mais n'est guère conforme au Marché Unique. La seconde fait courir le risque d'un manque de contrôle du système bancaire, qui conserverait de grandes marges de manœuvre pour s'accommoder des normes prudentielles sans tenir compte des besoins de financement des économies nationales.

L'article de Tatiana Fic : «**Quelles règles macroprudentielles ?** » montre que les banques britanniques ont été imprudentes dans leur distribution de crédit, en particulier aux ménages. L'article propose d'imposer aux banques un ratio « fonds propres/crédit » d'autant plus élevé que le ratio crédit/PIB augmente. Par ailleurs, il propose un ratio « crédit aux ménages/revenus des ménages », qui, contrairement aux pratiques de naguère, n'augmenterait pas avec la hausse du prix relatif des logements.

L'article de Tsvetomira Tsenova : « **Transmission monétaire internationale avec hétérogénéité des banques et risques de défauts** » construit un modèle détaillé décrivant le fonctionnement d'un système bancaire, comme celui de la Bulgarie, comportant à la fois des banques nationales et des banques étrangères. Les chocs de politique monétaire survenant dans la zone euro se répercutent en Bulgarie, tant les modifications de taux d'intérêt que les politiques non conventionnelles. L'internalisation du système bancaire permet des gains d'efficience, mais rend le pays vulnérable aux chocs monétaires étrangers.

L'article de Stefan Schüder : « **Les arbitrages de politique monétaire dans un modèle de portefeuille avec une offre exogène d'actifs** » propose une description extrêmement précise du fonctionnement du système monétaire, bancaire et financier d'une économie ouverte. Chaque agent, financier ou non-financier, maximise sa rentabilité anticipée, compte-tenu de son aversion pour le risque. Malheureusement, le bouclage réel du modèle est sommaire : la production est fixe et le niveau des prix égalise l'offre et la demande de monnaie. L'article montre comment la politique monétaire peut stabiliser l'économie en faisant baisser le taux d'intérêt, face à un choc augmentant le risque perçu par les entreprises. Bizarrement, l'auteur met en garde contre une telle politique : selon lui, si l'investissement devient plus risqué dans un pays, il faut accepter qu'il baisse et que les entreprises investissent à l'étranger.

L'article de Dominique Perrut : « **La réponse macro-prudentielle à la crise et l'organisation européenne : un bilan** » décrit et critique les réformes que le G20 et l'UE mettent en place pour améliorer la stabilité financière après la crise. Il s'inquiète de la complexité du dispositif européen ; des marges d'interprétation laissées aux institutions financières ; du risque de concurrence par le moins-disant réglementaire entre la zone euro, le Royaume-Uni et les États-Unis.

Autres sujets

L'article de Sebastian Gechert et Henner Will : « **Multiplicateurs budgétaires : une méta-analyse de la littérature** » compare les résultats de 89 études sur la valeur du multiplicateur (la hausse du PIB après une impulsion budgétaire de 1). La valeur moyenne du multiplicateur est de 0,8 ; elle est de 1,2 pour les dépenses d'investissement ; de 0,6 pour les baisses d'impôts. Elle dépend de la méthode utilisée : elle est de 1 pour les modèles macroéconomiques, de 0,9 pour les modèles VAR, mais seulement de 0,5 pour les modèles de cycles réels. Le multiplicateur est plus fort quand la poli-

tique monétaire maintient les taux d'intérêt que quand elle les augmente en réaction à la hausse induite de la production. Au total, l'article confirme les risques pour le niveau d'activité de politiques budgétaires restrictives, simultanées, portant surtout sur les dépenses, en situation de taux d'intérêt fixe.

L'article de Luigi Marattin, Paolo Paesani et Simone Salotti : « **Chocs budgétaires, dette publique et taux d'intérêt de long terme** » étudie le lien entre la dette publique et le taux d'intérêt de long terme, dans un modèle économétrique à correction d'erreur. Il apparaît que la hausse de la dette publique provoque une hausse du taux long réel en Allemagne et en Italie, mais une baisse aux États-Unis. Le point contestable de cette méthode est qu'elle ne prend en compte ni la situation macroéconomique (un déficit public peut provoquer une hausse des taux en situation de plein-emploi, mais s'accompagner d'une baisse des taux en période de récession), ni les facteurs institutionnels (comme l'euro qui a fait baisser les taux longs initialement, puis les a fait augmenter).

L'article de Björn Van Roye : « **Tensions financières et activité économique en Allemagne** » construit un indicateur de tensions financières à partir de variables bancaires (écarts de taux sur les marchés monétaires, CDS sur les banques, les entreprises), boursières (cours de Bourse), financières (écart taux long/taux court, volatilité du taux de change). Cet indicateur permet de mieux anticiper les ralentissements économiques.

L'article de John FitzGerald, Ide Kearney et Nuša Žnuderl : « **La dette publique irlandaise et sa dynamique : 2012-2015** » plaide pour que l'Irlande mette effectivement en œuvre le plan d'austérité rigoureux auquel elle s'est engagée, de façon à avoir un solde primaire excédentaire en 2014 et un ratio de dette qui commence à baisser, afin de pouvoir revenir s'endetter sur les marchés financiers à cette date et ne plus avoir besoin de l'aide extérieure. Cependant, l'article ne discute pas des conséquences macroéconomiques de cette stratégie et du risque qu'elle enfonce l'Irlande dans une croissance trop faible.

La table ronde finale

Sans surprise, la table ronde finale a vu se confronter trois points de vue :

— Selon Joachim Scheide (IFW), chaque pays doit faire les réformes structurelles nécessaires, en particulier libéraliser son marché du travail. Les pays du Sud doivent accepter une période de récession. D'ailleurs, ils n'ont pas à se plaindre puisque, sur longue période, leur croissance reste nettement supérieure à celle de l'Allemagne (tableau). L'Allemagne, déjà au plein emploi, ne peut relancer son économie. D'ailleurs, cela serait de peu d'utilité pour les pays du Sud, qui ne vendraient pas beaucoup plus à l'Allemagne, compte tenu de la faiblesse de leur secteur industriel. L'Allemagne ne peut jouer le rôle de garantie ou de financeur pour l'ensemble de la zone. Les marchés financiers sont utiles pour imposer aux pays la discipline nécessaire. Il faut revenir à une application stricte du Traité de Maastricht, sans solidarité entre pays, sans achat de titres publics par la BCE.

— Selon Paolo Onofri (PROMETEIA), l'Europe doit mettre en place une union budgétaire, organisant des transferts entre pays. Ceci nécessite la mise en place

du Pacte Budgétaire et de mécanismes de codécision en matière de politiques budgétaires.

Selon Henri Sterdyniak (OFCE), la zone euro ne peut fonctionner sous la surveillance des marchés. Il faut restaurer l'unité des dettes souveraines par la garantie de la BCE. La coordination économique entre pays membres doit être renforcée ; elle doit viser la croissance et non des normes arbitraires de finances publiques. L'urgent aujourd'hui est de sortir de la récession en adoucissant les politiques d'austérité et surtout en finançant des programmes d'investissement productif orientés vers la transition écologique. La Monnaie unique, entre des pays différents, sans mécanismes de transfert, sans mécanisme d'ajustement des déséquilibres, était sans doute prématurée ; nous sommes cependant condamnés à faire avec.

Croissance depuis 1998, en %

	2007/1998	2011/1998
Irlande	69,2	53,1
Suède	34,5	40,0
Espagne	37,9	35,9
Finlande	37,0	34,4
États-Unis	28,7	29,6
Autriche	25,4	29,0
Royaume-Uni	*32,4*	*28,7*
Pays-Bas	24,8	26,1
Belgique	22,7	25,5
Grèce	43,3	24,2
France	21,6	21,9
Allemagne	15,8	18,6
Portugal	17,0	13,4
Italie	14,8	9,6
Japon	*12,6*	*9,1*

Source : EUROSTAT.

Durant la discussion, certains intervenants ont estimé que le rééquilibrage était déjà en cours puisque, compte-tenu des tensions qui commençaient à apparaître sur le marché du travail, les salaires progressaient plus rapidement en Allemagne. D'autres ont estimé que l'Allemagne devait prendre des mesures fortes pour restaurer sa protection sociale et lutter contre la hausse de la pauvreté.

L'évaluation de la performance allemande donne lieu à des appréciations contrastées entre ceux qui estiment qu'elle a retrouvé la croissance grâce à ses réformes sur le marché du travail et ceux qui jugent que, sur longue période, ses performances sont médiocres et que la période d'austérité salariale et sociale, 2000-2005, a été chèrement payée en termes de croissance en Allemagne et dans la zone euro.

Certains ont critiqué le tournant de politique économique de la France ; la France aurait dû consulter ses partenaires et la Commission avant de prendre des mesures comme le retour en arrière sur le report de l'âge de la retraite. D'autres ont estimé que la stratégie d'austérité menait l'Europe à la récession et augmentait les risques de dislocation, de sorte qu'une rupture était nécessaire.

Certains estiment que ce sont les pays du Sud qui doivent se réformer et accepter un ensemble austérité/réformes structurelles. Il faut éviter toute solidarité européenne qui permettrait de retarder les réformes, qui rendrait persistants les déséquilibres, qui induirait de la création monétaire et donc de l'inflation. D'autres jugent que des erreurs de politiques économiques ont été commises depuis la création de la zone euro, qu'elles ont abouti à de fortes disparités dans la zone, qu'il faut essayer de résorber aujourd'hui par une stratégie solidaire et cohérente. L'Europe est une grande famille ; il faut manifester de la solidarité et accepter des compromis pour continuer à vivre ensemble.