HAL
open science

Les déséquilibres intra-européens : à qui la faute ?

André Grjebine

▶ **To cite this version:**

André Grjebine. Les déséquilibres intra-européens : à qui la faute ?. Regards croisés sur l'économie, 2012, 1 (11), pp.44 - 52. 10.3917/rce.011.0044 . hal-03473928

HAL Id: hal-03473928

https://sciencespo.hal.science/hal-03473928v1

Submitted on 10 Dec 2021

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.

» LES DÉSÉQUILIBRES INTRA-EUROPÉENS : À QUI LA FAUTE ?

André Grjebine, *directeur de recherche à Sciences Po, Centre d'études et de recherches internationales.*

La création de l'euro était censée rapprocher les économies, permettre à chaque pays de se financer au meilleur coût en bénéficiant des mêmes conditions d'emprunt que l'Allemagne, supprimer les mouvements spéculatifs à l'intérieur de la zone puisqu'il ne serait plus possible de jouer une monnaie contre l'autre, réduire la dépendance de chaque État membre à l'égard du reste du monde, favoriser la croissance économique. La plupart de ces promesses n'ont pas été tenues.

Le pari est d'abord apparu comme pouvant être gagné. Dans un premier temps, les efforts faits par les pays candidats pour se conformer aux critères de l'union monétaire ont réduit les différences d'inflation. La création de l'euro a rapproché la perception du risque souverain d'un État à l'autre. De ce fait, l'écart des taux d'intérêt entre pays de la zone (le *spread*) a d'abord été effectivement très faible. Ces espoirs ont été déçus. Le différentiel d'inflation s'est progressivement accentué. La crise financière qui s'est propagée à partir des États-Unis en 2008-2009 a révélé qu'il ne suffisait pas que des pays aient une monnaie commune pour que les risques dont ils sont porteurs soient identiques. D'où une divergence croissante des taux. Le choc a été d'autant plus fort que des pays avaient été en quelque sorte piégés auparavant par la réduction du *spread*. La possibilité d'emprunter à des taux d'intérêt beaucoup plus bas que ceux qui leur étaient proposés avant la création de l'euro les a encouragés à s'endetter sans compter, parfois pour financer des opérations qui se sont révélées pour le moins douteuses, en premier lieu un boom immobilier.

Zone euro : un mécanisme centrifuge

En réalité, avec les règles de fonctionnement qui y sont en vigueur et la flexibilité réduite qui la caractérise, la zone euro ne pourrait fonctionner que si tous les pays étaient parfaitement homogènes et répondaient de manière identique aux chocs extérieurs. Cela n'est évidemment pas le cas et ne peut pas l'être. La zone euro réunit des économies qui étaient hétérogènes en 1999, et qui le sont restées. Son fonctionnement a renforcé cette hétérogénéité. Contrairement à tous les espoirs, loin de rapprocher les économies des pays membres, l'euro induit plutôt un mécanisme qui favorise leur divergence.

La création d'une monnaie unique a répondu à une volonté politique de renforcement de l'intégration européenne, sans que rien n'ait été prévu pour remédier aux déséquilibres entre pays membres. Des États indépendants sur le plan monétaire peuvent recourir à un ajustement de leur taux de change pour réduire un déséquilibre. Dans des États fédéraux, l'absence d'ajustement monétaire est compensée par une forte mobilité transfrontière facilitée par une langue commune. Un budget fédéral important permet des transferts de revenus entre les États membres. La zone euro prive les États membres de la possibilité d'ajuster leur monnaie, sans créer pour autant les moyens de compensation nécessaires pour réduire leurs divergences économiques et sociales. En supprimant le risque de change, elle favorise les délocalisations et la spécialisation entre pays, les entreprises n'ayant plus à craindre les effets d'une variation du taux de change sur leurs prix à l'exportation et donc leur rentabilité. Ces spécialisations renforcent l'hétérogénéité des pays et la divergence des niveaux de vie.

L'absence d'un mécanisme rééquilibrant ne contrarie pas seulement l'adaptation d'une économie aux divergences avec ses partenaires. Elle empêche également de faire face à une perte de confiance des marchés financiers. Dans un pays autonome monétairement, une fuite de capitaux entraîne une dépréciation du taux de change. L'équilibre extérieur tend alors à se rétablir et la confiance à revenir. Au contraire, dans un État appartenant à une union monétaire, une perte de confiance provoque une montée des taux d'intérêt qui rend plus problématique encore le financement des dettes et accroît la perte de confiance. La crise de liquidité se transforme en crise de solvabilité.

Le mécanisme qui régit la zone euro se caractérise par la même asymétrie que Keynes reprochait déjà, en 1941, à l'étalon-or. Il rend « l'ajustement

Regards croisés sur l'économie n° 11 – 2012 © La Découverte

obligatoire pour les débiteurs et volontaires pour les créditeurs ». En théorie, les sorties d'or imposaient aux pays déficitaires de rétablir leur équilibre extérieur par la déflation, mais symétriquement les entrées d'or avaient un effet inflationniste sur les pays excédentaires, réduisant ainsi leurs exportations et favorisant leurs importations. En réalité, les pays excédentaires pouvaient neutraliser les effets inflationnistes des entrées d'or, en réduisant d'autres sources de création monétaire. Le système qui fonctionne dans la zone euro n'impose, lui, aucune contrainte aux pays excédentaires. Le déficit courant d'un pays est compensé par des mouvements financiers vers ce pays. Au fur et à mesure que l'endettement extérieur augmente, les investisseurs se montrent plus réticents à accorder de nouveaux crédits. Les taux d'intérêt des prêts que le pays considéré parvient à obtenir augmentent, jusqu'au moment où les investisseurs considèrent comme risqué de lui prêter et réduisent brutalement leurs investissements (*sudden stop*). Ses principaux créanciers menacent de ne plus lui accorder de prêts s'il ne met pas en œuvre une politique d'austérité. Faute de pouvoir compenser une compétitivité insuffisante par la dévaluation de sa monnaie, un pays structurellement déficitaire doit pratiquer une politique d'austérité qui freine la croissance, aggrave le chômage, le conduit à réduire ses investissements et, par conséquent, compromet sa compétitivité à moyen ou long terme.

Au moment de la création de l'euro, chacun a fait semblant de ne pas comprendre ce qu'il pouvait attendre de ses partenaires. L'Allemagne n'a accepté de renoncer au mark qu'en échange de leur alignement sur sa propre rigueur, bref de la création d'une sorte de mark européen. La France a souscrit aux règles de Maastricht en pensant qu'elle n'aurait jamais à les appliquer, en négligeant que l'Allemagne ne cesserait de lui rappeler les termes d'un traité signé avec quelque légèreté. Ainsi, pour éviter que les déséquilibres courants au sein de la zone ne deviennent structurels et ne s'accentuent au fil du temps, des gains de productivité comparables devraient se traduire par des augmentations de salaires comparables. Des politiques de déflation compétitive sont donc inacceptables. Jusqu'à présent, les excédents d'épargne des pays du Nord de la zone euro étaient compensés par les déficits d'épargne des pays du Sud de la zone. Si tous les pays tentent simultanément d'épargner davantage et de réduire leur consommation pour rétablir leurs comptes extérieurs, il en résultera un affaiblissement généralisé de ces moteurs de la croissance que sont la consommation et l'investissement. Certes, la faiblesse de la demande domestique devrait conduire les entreprises à se tourner davantage vers les exportations à destination du reste du monde.

Il serait néanmoins illusoire d'espérer que celles-ci puissent compenser la réduction de la demande domestique européenne, d'autant plus que cette réduction entraînera une appréciation de l'euro.

Endettement public, endettement domestique, endettement extérieur

L'emprise des dirigeants allemands sur le débat et les décisions au sein de la zone euro explique sans doute l'accent mis sur les déficits budgétaires et les dettes publiques et la négligence qui a longtemps été de mise à l'égard des déséquilibres courants et de leurs conséquences. Cette polarisation est trompeuse. Le problème est bien davantage celui d'un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement, que celui-ci soit le fait de l'État ou des agents économiques privés. C'est ce déséquilibre qui se traduit par un endettement extérieur dans certains pays, par un excédent extérieur dans d'autres. Dans la plupart des pays européens, ces dernières années, la forte aggravation du déficit budgétaire a été provoquée par les interventions des États, qui ont pris le relais du secteur privé pour éviter des faillites en chaîne. En Irlande et dans une moindre mesure en Espagne, les finances publiques étaient par exemple en voie d'assainissement avant l'éclatement de la crise. Ainsi, en 2006, ces deux pays avaient des budgets en excédent et des ratios d'endettement public sur PIB (respectivement 25 % et 40 %) bien meilleurs que ceux de la moyenne de la zone euro ou que l'Allemagne (environ 68 % l'une et l'autre).

Selon la théorie, un emprunteur réduit son risque en diversifiant ses créanciers. Il apparaît cependant que la vulnérabilité d'un État est d'autant plus forte qu'il recourt davantage aux marchés financiers internationaux. Ceux-ci sont *a priori* moins « contrôlables » et plus volatils que l'épargne domestique. Or, des déficits extérieurs cumulés rendent ce recours inévitable. La dépendance qui en résulte réduit sa marge d'action et le contraint à l'austérité quand les taux d'intérêt qui lui sont demandés deviennent prohibitifs au point de compromettre le remboursement de ses dettes. Un déficit extérieur important, qu'il s'accompagne d'un excédent budgétaire ou d'un faible déficit, reste problématique puisque le pays continue à s'endetter. Par contre, dans l'hypothèse d'un excédent extérieur, l'épargne domestique privée est à même de financer peu ou prou le déficit budgétaire. De surcroît, dans les pays où la banque centrale intervient comme prêteur en dernier ressort, cette

Regards croisés sur l'économie n° 11 – 2012 © La Découverte

assurance peut être suffisante pour éviter que l'inquiétude suscitée par un endettement public jugé excessif ne dégénère en une crise financière grave. Le Japon, dont la dette publique est pourtant infiniment plus importante que celle des pays européens (près de 220 % du PIB) est beaucoup moins soumis aux aléas des marchés financiers internationaux, simplement parce que sa balance courante excédentaire lui permet un financement presque exclusivement domestique de sa dette, soit par la monétisation de titres publics, soit par d'autres investisseurs domestiques. Ce n'est donc pas tant une règle d'or budgétaire qu'il faudrait instituer qu'un contrôle de l'équilibre global de l'épargne et de l'investissement et sa traduction sur les déséquilibres courants entre les pays de la zone euro. C'est ce que proposait Keynes, à Bretton Woods (1944), projet auquel il paraît opportun de revenir.

La politique de déflation compétitive de l'Allemagne est-elle « la cause structurelle sous-jacente aux difficultés récentes de la zone euro » (OIT) ?

Le rapport *Global Employment Trends 2012* de l'Organisation internationale du travail observe qu'à l'échelle de l'Europe, la politique de déflation salariale pratiquée par l'Allemagne depuis les années 1990 « a créé les conditions pour une récession durable dans la mesure où les autres pays membres de l'UE ne voient de plus en plus qu'une politique sévère de déflation salariale pour résoudre leur manque de compétitivité [1]. » En fait, le mécanisme centrifuge, déjà décrit, a encore été renforcé par le comportement de l'Allemagne, plus précisément par sa propension excessive à épargner et par la politique de déflation compétitive qu'elle a pratiquée depuis le début des années 1990.

Sans nier les mérites du tissu socio-économique allemand et notamment le rôle de la concertation entre partenaires sociaux, il faut souligner que les excédents allemands résultent moins d'une performance que d'un excédent chronique d'épargne, un *savings glut* pour reprendre la terminologie popularisée par le président de la Fed, Ben Bernanke. [2] D'où l'accumulation de

1. International Labour Office, *Global Employment Trends 2012*, Genève, 2012, p. 46. Cf. également: Group of Twenty, *Germany Sustainability Report*, IMF, Washington, 2012.

2. B.S. Bernanke, « The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit », remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10/3/2005

l'épargne hors des frontières : Les avoirs nets sur l'étranger représentaient, en 2010, 42 % du PIB allemand et les revenus induits par ces avoirs près de 2 % du PIB par an, depuis 2006.

Le vieillissement de la société allemande explique sans doute, pour une bonne part, ce choix [3]. Au *Financial Times* qui lui demande si, avec ses excédents extérieurs importants, l'Allemagne n'est pas une partie du problème pour les autres pays de la zone euro, le Président de la Bundesbank, Jens Weidmann, répond : « Un excédent ou un déficit n'est pas, en soi, quelque chose qui est toujours bon ou toujours mauvais. Si vous avez une population vieillissante, alors cela a un sens d'avoir un excédent commercial pour épargner dans cette optique, en accumulant du capital hors de votre propre pays [4]. » Ce choix a renforcé les spécialisations au sein de l'Union européenne. Les pays « épargnants » ont développé les industries fortement exportatrices. Les pays « consommateurs » ont davantage favorisé les services. D'où les excédents structurels des uns et les déficits structurels des autres. Une « division du travail » comparable s'est développée entre les États-Unis et la Chine. La primauté donnée à l'épargne par rapport à la consommation immédiate justifie l'attachement des dirigeants allemands à la stabilité monétaire, c'est-à-dire la priorité qu'ils accordent à la protection de l'épargne.

Les capacités exportatrices de l'Allemagne ont encore été renforcées par les réformes du marché du travail mises en œuvre par le chancelier Gerhard Schröder à partir de 2003. Elles ont, en effet, conduit à une modération salariale prononcée et à la multiplication d'emplois à durée déterminée et à bas salaires. Cette déflation salariale (la part des salaires dans la valeur ajoutée a baissé de cinq points entre 1995 et 2010) a provoqué un regain de compétitivité et un affaiblissement de la demande intérieure [5].

---

3. En 2010, le taux de fécondité de l'Allemagne était l'un des plus bas de la zone euro (1,41 contre 1,87 en France) et la population âgée de 65 ans et plus s'élevait à 20,6 % de la population (17,4 % dans l'Union européenne, 16,6 % en France). Selon des prévisions d'Eurostat, cette population devrait atteindre 32,8 % en 2060 (29,5 % dans l'UE, 26,6 % en France). De ce fait, le taux de dépendance des personnes âgées (le rapport entre la population âgée de 65 ans ou plus et la population âgée de 15 à 64 ans), qui s'élevait à 31,3 % en Allemagne en 2010 (25,9 % dans l'UE, 25,7 % en France) devrait atteindre 59,9 % en 2060 (52,9 % dans l'UE, 46,6 % en France). Ces statistiques et projections proviennent d'Eurostat, *Projections de population 2010-2060*, 80/2011, juin 2011.

4. Entretien au *Financial Times*, 13 novembre 2011.

5. Pendant les années 2000-2010, le coût horaire du travail dans le secteur privé a progressé de 1,7 % par an en Allemagne contre 2,8 % dans la zone euro et 3,3 % dans l'Europe des 27, soit la progression la plus faible enregistrée dans l'Union Européenne. En 2010, ce coût horaire du travail dans le secteur privé s'établissait à 26,7 euros en Allemagne, soit au même niveau qu'en Italie et à peu de choses près dans la zone euro (26,5 €), moins que dans l'Europe des 27 (22,6 €), mais davantage qu'aux Pays-Bas (29,8 €), en France (33 €) et *a fortiori* au Danemark (38,7 €), voir T. Niechoj,

Regards croisés sur l'économie n° 11 – 2012 © La Découverte

La « rigueur » n'est acceptable pour le peuple allemand que parce qu'elle a pour contrepartie une politique néo-mercantiliste, c'est-à-dire une croissance « tirée » par l'exportation : la balance commerciale allemande est en permanence excédentaire depuis le début des années cinquante. La balance courante l'a également été, à quelques exceptions près (essentiellement au long des années 1990). Elle a atteint un niveau record de 7,5 % du PIB en 2007 et s'est encore située à 5,7 % en 2010. En 2007, plus de 60 % de son excédent courant provenait de ses échanges avec les autres pays de la zone euro et 80 % avec les pays de l'Union européenne. Dès lors, même si les exportations allemandes à destination des pays émergents et de l'OPEP ont progressé au cours de la dernière décennie, il paraît douteux qu'elle puisse gagner suffisamment de parts du marché sur le reste du monde pour compenser une forte réduction de ses exportations vers ses partenaires européens.[6] Dans ces conditions, il peut paraître étrange que l'Allemagne scie la branche sur laquelle elle est assise en recommandant à ses partenaires d'adopter des politiques de rigueur dans une conjoncture déjà atone.

Sa spécialisation favorable a permis à l'Allemagne de compenser une demande domestique faible : dans la période 1999-2007, celle-ci n'a augmenté que de 0,6 % par an (contre 1,7 % dans l'ensemble de la zone euro, 2,7 % en France... et 4,2 % en Grèce). Sa contribution à la croissance (1,6 %) était donc réduite. Si les partenaires européens de l'Allemagne avaient suivi ses conseils, non seulement, leur croissance aurait été encore plus faible et leur chômage plus élevé, mais cette évolution aurait déteint sur l'ensemble de la zone euro, y compris sur l'Allemagne. Un pays ne peut être chroniquement excédentaire que si d'autres sont déficitaires. Il devrait donc accepter que ses principaux partenaires connaissent un endettement extérieur croissant. Il devrait également se féliciter quand ceux-ci appliquent des politiques expansionnistes qui soutiennent leur demande, dont une partie notable s'adresse aux importations.

Les dirigeants allemands paraissent moins craindre une récession profonde en Europe que de laisser impunis les pays qui ne suivent pas leur « modèle » et de les voir réitérer à l'avenir ce qu'ils considèrent comme les erreurs passées de ces États. Or, les politiques d'austérité imposées sous

---

U. Stein, S. Stephan, R. Zwiener, « German labour costs: A source of instability in the euro area », Macroeconomic Policy Institute (IMK), report 68, Dusseldorf, Germany, décembre 2011.

6. P. Artus, « La zone euro dans son ensemble irait-elle mieux si tous les pays de la zone euro avaient adopté les mêmes politiques de l'offre que l'Allemagne ? », Natixis, n°139, 16/2/2012.

l'égide de l'Allemagne paraissent à la fois nuisibles pour les pays qui les adoptent et contraires à la stratégie de croissance tirée par l'exportation de l'Allemagne. Elles n'ont pas seulement les effets sociaux et éventuellement politiques désastreux qu'on peut observer par exemple en Grèce ou en Espagne. L'affaiblissement de la croissance – voire la récession – qu'elles induisent contrarie le désendettement de ces pays, à la fois parce qu'elles réduisent les recettes publiques et donc les capacités de remboursement, et parce que les marchés financiers deviennent réticents à accorder des crédits à des pays menacés de récession. De ce fait, les taux d'intérêt qui leur sont appliqués augmentent, rendant leur endettement de plus en plus coûteux. Certes, la Suède et le Canada sont parvenus jadis à sortir de la crise en appliquant des politiques de rigueur. Mais, ils l'ont fait dans une période de croissance mondiale qui n'a rien à voir avec la situation présente.

En affaiblissant durablement la croissance des pays « importateurs », l'austérité réduit les possibilités d'exportation de leurs partenaires. Mais surtout, elle risque de contraindre les pays les plus endettés à sortir de l'euro, voire à une implosion de la zone. Il s'en suivrait une forte appréciation d'un nouvel euro qui ne serait plus que la monnaie d'une « zone mark ». L'Allemagne devrait alors, à son tour, s'enfoncer dans la récession.

Une déclaration publiée en octobre 2011 par les dirigeants de l'institut IFO de Munich, présidé par Hans-Werner Sinn, remarque que « les excédents commerciaux ne créent pas de valeur réelle s'ils se traduisent par des créances à l'égard de pays qui en fin de compte ne peuvent pas honorer leurs dettes[7]. » On ne peut qu'être d'accord avec cette proposition, si ce n'est qu'elle va à l'encontre du néo-mercantilisme qui guide la politique allemande, ou plus exactement, qu'elle refuse l'aboutissement logique, pour ne pas dire inévitable, de ce néo-mercantilisme. Du reste, Martin Wolf qui la cite présente cette « déclaration de Bogenberg » comme une « déclaration de guerre » aux dirigeants de la zone euro. Un pays excédentaire, comme l'Allemagne, peut soit relancer sa demande domestique de manière à réduire les déséquilibres avec ses partenaires, soit investir dans les pays déficitaires et favoriser ainsi leur développement. S'il ne choisit aucune de ces deux options, il est amené à accumuler des créances, au risque qu'un endettement du pays déficitaire jugé excessif par les marchés entraîne un défaut de paiement et donc une perte des crédits consentis à ce pays. Ce risque de perte est en fait la seule contrainte qui pèse sur les pays structu-

7. Cité par M.Wolf, "The delicate balance of fixing the eurozone", *Financial Times*, 9/1/2012.

rellement excédentaires. Encore faut-il savoir que dans le cadre du SEBC (système européen des banques centrales), les pertes subies par une banque centrale en raison de la défaillance d'un État partenaire ne dépendent pas de l'importance de ses créances sur le SEBC, mais doivent être réparties entre les banques centrales nationales en fonction de leur participation au capital de la BCE.

Regards croisés sur l'économie n° 11 – 2012 © La Découverte