



# Il faut plus d'Europe

**La crise de la dette fait prendre conscience à la zone euro de la nécessité d'une approche plus centralisée des politiques budgétaires et financières**

*Céline Allard*

**E**N MATIÈRE de dette souveraine, la zone euro semble être un cas à part. Avec un niveau d'endettement pourtant comparable à celui d'autres économies avancées, elle se retrouve piégée par ses dettes souveraines (graphique 1). Certes, la zone euro n'est pas un État, et un traité interdit à ses membres de mutualiser leurs dettes. Mais pourquoi cela impliquerait-il que les difficultés d'un membre soient un problème pour tous les autres et pourquoi les investisseurs devraient-ils s'inquiéter de l'avenir de l'union économique et monétaire?

L'examen des facteurs à l'origine de la crise de la dette européenne nous amène à conclure que le problème vient en partie de l'intégration incomplète des politiques économiques, financières et budgétaires. Pour fonctionner efficacement, l'union économique et monétaire nécessitera une certaine forme de partage des risques budgétaires, une surveillance plus étroite des politiques nationales et une approche paneuropéenne intégrée de son système financier. Des progrès sont en cours sur ces différents fronts, mais il reste primordial d'obtenir rapidement des résultats.

## **Conjugaison de facteurs**

L'Union économique et monétaire européenne (UEM) s'est construite sur le principe que les avantages de la monnaie unique seraient

supérieurs aux coûts induits par l'abandon des monnaies nationales. Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) prévoyait de charger des institutions européennes de surveiller étroitement les budgets nationaux grâce à des évaluations annuelles et d'instaurer une discipline budgétaire assez stricte pour que l'on puisse ensuite gérer d'éventuels chocs nationaux. La coordination des réformes du produit national et du marché du travail (ouverture du marché de l'électricité ou encouragement de la participation au marché du travail) rendrait les économies plus homogènes, de sorte qu'elles réagiraient de manière plus comparable aux chocs communs.

Toutefois, avec l'avènement de l'UEM, les pays du Sud de la zone euro et l'Irlande (qui forment ce que l'on nomme couramment la «périphérie») ont subi un choc d'un genre très particulier, à savoir une baisse spectaculaire des coûts d'emprunt, après une longue période de taux d'intérêt très supérieurs à ceux de leurs homologues du Nord de la zone. Leurs entreprises ont ainsi pu financer leurs investissements productifs à moindre coût et se développer, ce qui était assurément positif, mais a aussi conduit le plus grand nombre à penser que la croissance serait éternellement forte. Les ménages ont cru qu'ils pouvaient s'offrir un niveau de vie nettement plus élevé, ce qui s'est traduit par une fièvre d'achats à crédit et des

bulles immobilières. Les États (et leurs créanciers) ont considéré comme acquises les recettes liées à l'accélération de la croissance et n'ont pas profité de la chute des taux d'intérêt et de la réduction concomitante du service de la dette pour épargner.

Autre bienfait de l'UEM, la monnaie unique a supprimé les coûts des opérations transfrontières et fait progresser l'intégration financière au sein de la zone euro. En revanche, les capitaux affluant dans les pays périphériques consistaient essentiellement en prêts des banques, qui se sont de plus en plus appuyées sur les marchés de gros, plutôt que sur les dépôts bancaires, pour financer le crédit intérieur. À l'inverse, les flux sous forme de prises de participation (comme ceux qui résultent des fusions-acquisitions internationales, où les risques sont partagés et donc mieux surveillés par les investisseurs) ont été modestes.

Les autorités nationales de surveillance financière ont été victimes du même accès d'optimisme. Elles en sont venues à considérer avec indulgence l'accroissement des risques de crédit et ont laissé les systèmes bancaires s'hypertrophier. Le risque s'est ainsi accru que les États soient incapables d'assumer le renflouement de leur secteur bancaire en cas de crise financière. En l'absence d'organisme de surveillance paneuropéen, les risques induits par l'interdépendance croissante des systèmes financiers nationaux — liés entre eux par des prêts transfrontières importants aux banques — sont passés inaperçus.

Compte tenu de la facilité avec laquelle on pouvait trouver des financements au sein de la zone euro, il était naturel de ne pas s'inquiéter du creusement des écarts de compétitivité. Alors que l'Allemagne et ses voisins revoient leurs modèles de production en intégrant l'Europe de l'Est dans leurs chaînes d'approvisionnement pour rivaliser avec les très grosses usines à bas coût asiatiques, les pays de la périphérie semblaient ne pas se soucier de l'augmentation des coûts, la surchauffe se traduisant par de fortes hausses des salaires. Longtemps, les décideurs et les investisseurs étrangers ont fait abstraction du fait que la dégradation spectaculaire des comptes extérieurs des pays périphériques finançait principalement des dépenses improductives (investissements

immobiliers, par exemple), de sorte que le remboursement de la dette croissante menaçait de devenir difficile (graphique 2).

### Atterrissage brutal

Jusqu'à la création de la zone euro, les problèmes de dette souveraine étaient essentiellement des problèmes de dette extérieure. Il était généralement possible de maintenir la valeur nominale de la dette intérieure, quoique souvent au prix d'une poussée d'inflation. Mais ce mécanisme a disparu. Dette intérieure et dette extérieure sont indistinguables l'une de l'autre, et il n'y a plus de banque centrale (nationale) pour les résorber en recourant à l'inflation.

Mais le contraire est aussi vrai. Les pays de la zone euro ont conservé la main sur leur politique budgétaire et il n'existe pas de Trésor commun, même pour soutenir les opérations de la Banque centrale européenne. Les fondateurs de la zone euro étaient très conscients de la nécessité de maîtriser les budgets et comptaient pour ce faire sur des outils administratifs (PSC) et sur la discipline du marché. Or ces deux mécanismes ont perdu de leur efficacité : le PSC a été édulcoré et les marchés ont manqué de vigilance. Le plan a bien fonctionné tant que la conjoncture était favorable, mais il n'a pas résisté à la crise mondiale.

En octobre 2008, la chute de la banque d'affaires Lehman Brothers a été le point de départ du spectaculaire revers de fortune de la zone euro. Avec l'arrêt soudain des opérations sur les marchés de gros, il est devenu plus difficile pour les banques des pays périphériques de financer la croissance par le crédit.

Suite au tarissement du crédit, les freins structurels à la compétitivité et à la croissance sont apparus au grand jour, surtout en Grèce et au Portugal. Les recettes budgétaires se sont asséchées, révélant la faiblesse foncière des finances publiques. Les investisseurs privés ont commencé à s'intéresser de près à la détérioration des bilans, et les banques en difficulté ont eu de plus en plus besoin d'un soutien budgétaire, notamment en Irlande.

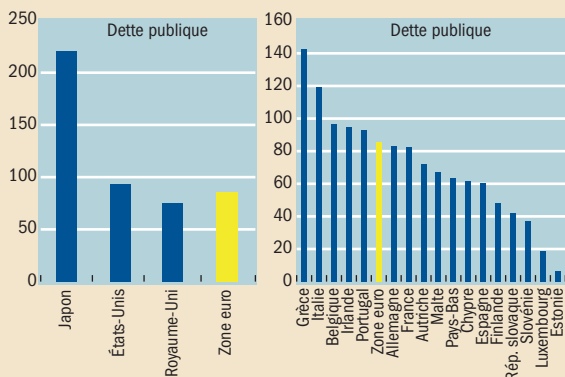
C'est ainsi que le problème des dettes privées s'est transformé en crise des dettes souveraines. Le fait que les banques continuaient à financer massivement les emprunts souverains a fait surgir le spectre de l'insolvabilité des États et sapé la confiance dans le secteur bancaire des pays périphériques, amorçant un cercle vicieux qui persiste encore à ce jour. En Grèce, en Irlande et au Portugal, l'envolée des coûts du crédit a fini par empêcher les États et les banques d'accéder aux financements privés. Plus récemment, la

Graphique 1

### Comparables mais différentes

La dette publique européenne est comparable à celle des autres économies avancées, mais varie considérablement d'un État membre à l'autre.

(en pourcentage du PIB, 2010)



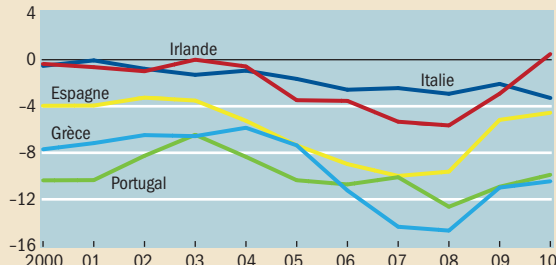
Sources : FMI, Perspectives de l'économie mondiale; et calculs des services du FMI.

Graphique 2

### Des soldes globalement négatifs

Dans les années ayant précédé la crise, le solde des paiements courants s'est nettement dégradé dans les pays périphériques.

(solde des paiements courants, en pourcentage du PIB)



Sources : FMI, Perspectives de l'économie mondiale; et calculs des services du FMI.

crise s'est propagée à l'Italie et à l'Espagne, qui ont vu grimper le coût de leur dette souveraine durant l'été 2011 (graphique 3).

La contagion ne s'est pas arrêtée aux frontières de la périphérie. Les banques des pays du noyau dur de la zone euro qui avaient financé les phases de prospérité dans les pays de la périphérie ont aussi été mises sous surveillance. Les incertitudes croissantes concernant les expositions et la qualité des actifs ont retardé le retour de la confiance, qui était essentiel pour la reprise dans toute la zone euro.

### Toujours en quête de solution

Les pays affichant des déséquilibres budgétaires ou extérieurs prononcés ont subi des pressions intenses du marché. Ils ont donc immédiatement procédé à des ajustements significatifs, taillant dans les dépenses publiques, augmentant les impôts et prenant des mesures pour améliorer le fonctionnement de leurs économies. Mais l'absence d'institutions véritablement paneuropéennes chargées de gérer la crise à l'échelle de la zone euro a retardé les prises de décision au niveau régional. En mai 2010, quand il est devenu clair que la Grèce avait besoin d'une aide financière extérieure, les dirigeants européens ont dû recourir à des prêts bilatéraux. Ils ont ensuite créé le Fonds européen de stabilité financière (FESF) : destiné à fournir une assistance aux États de la zone euro rencontrant des difficultés financières, il a été utilisé pour l'Irlande en décembre 2010 et pour le Portugal en mai 2011.

Comme il est politiquement délicat de se servir des deniers publics de certains pays pour compenser la prodigalité passée de certains autres — et, de fait, l'esprit du Traité de Maastricht était d'éviter les transferts budgétaires entre membres de la zone euro —, les décisions relatives au FESF n'ont pas été faciles à prendre. Au printemps 2011, comme la tourmente secouait toujours les marchés, la capacité de prêt du FESF a été presque doublée, à 440 milliards d'euros; quand l'Espagne et l'Italie ont été menacées, le mandat du Fonds a été considérablement élargi durant l'été pour permettre l'octroi de prêts à titre de précaution et introduire plus de souplesse.

Néanmoins, les marchés demeurent très prudents. Les agences de notation ont continué de déclasser certaines dettes et les

marchés n'avaient toujours pas repris confiance à la mi-août. La viabilité des dettes restant problématique, des ajustements longs et douloureux se profilent. La croissance, ingrédient essentiel de la viabilité budgétaire, s'est révélée plus insaisissable que prévu dans les pays les plus durement touchés par la crise. Les marchés redoutent donc de voir la lassitude s'installer avant que toutes les réformes d'ajustement n'aient eu lieu, faisant grimper les coûts de financement et menaçant du même coup la viabilité des dettes.

### Premiers enseignements

Pour la zone euro, les avantages de l'intégration économique et financière sont largement supérieurs à ses coûts. Toutefois, les institutions qui sous-tendent la monnaie commune ont été clairement dépassées par la crise et il est donc nécessaire qu'une part plus importante des souverainetés nationales soit déléguée au niveau central.

Le premier enseignement de la crise est que *le fonctionnement efficace de l'union économique et monétaire passe par une sorte de mécanisme budgétaire de partage des risques au niveau de la zone euro*, l'objectif étant d'aider les emprunteurs souverains en difficulté et de soutenir les opérations de sauvetage de la Banque centrale européenne. Le FESF — tout comme le Mécanisme européen de stabilité (MES) qui lui succédera en 2013 — constitue un premier pas vers l'adoption d'un plan d'assurance budgétaire, en particulier grâce aux améliorations qui lui ont été apportées récemment. L'une des nombreuses possibilités d'aller de l'avant serait de faire évoluer le MES en un organisme de gestion des dettes qui émettrait des obligations européennes en échange de politiques économiques prudentes.

La deuxième leçon est que *la surveillance des politiques budgétaires et macroéconomiques nationales par les institutions de la zone euro doit être singulièrement renforcée*. Certes, la gouvernance est améliorée au niveau supranational pour renforcer la discipline budgétaire et mieux surveiller l'aggravation des déséquilibres, mais l'on pourrait faire encore plus, par exemple en exigeant de corriger les dérives passées en matière de dépenses publiques ou en prévoyant plus de sanctions semi-automatiques pour les contrevenants aux règles budgétaires.

Enfin, la crise a peu à peu souligné *la nécessité d'une vision intégrée, paneuropéenne, de la surveillance financière, de la réglementation et du traitement des crises*. Des institutions européennes ont vu le jour récemment; elles permettront la coordination indispensable de la surveillance et de l'évaluation des risques systémiques. Mais il sera tout aussi important de compléter le cadre de stabilité financière de la région en créant une autorité européenne de règlement des faillites qui soutienne les banques, quelle que soit leur nationalité. C'est la seule façon de dissocier complètement le destin des secteurs bancaires de celui de leurs États souverains.

Il demeure crucial de trouver une solution ordonnée aux problèmes de dette souveraine des pays périphériques. Les dirigeants européens ont commencé à prendre des décisions difficiles pour résoudre la crise, tout particulièrement en juillet 2011, lors du sommet de l'Union européenne, mais il faudra enregistrer des progrès rapides pour arriver à convaincre les marchés. ■

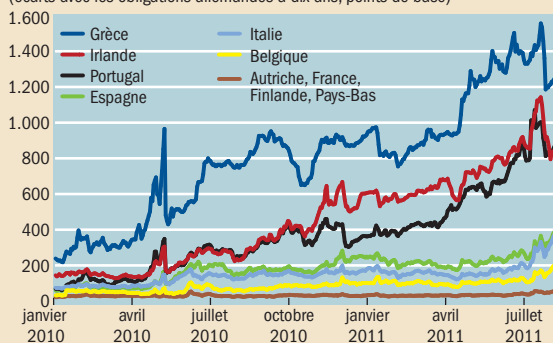
*Céline Allard est Chef de division adjointe au Département Europe du FMI.*

Graphique 3

### Marges obligataires

Le coût de la dette souveraine a très fortement augmenté en Grèce, en Irlande et au Portugal, puis, plus récemment, en Italie et en Espagne.

(écarts avec les obligations allemandes à dix ans, points de base)



Sources : Bloomberg L.P.; et calculs des services du FMI.