

Notice 3

La politique économique dans l'Union européenne

Malgré une très grande intégration des marchés et l'importance des échanges entre les pays, l'Union européenne dispose de très peu de leviers pour mener une politique économique discrétionnaire. La politique économique dans l'UE prend aujourd'hui encore la forme d'une articulation des politiques nationales. Le régime monétaire et financier joue à ce titre un rôle déterminant, car il modifie les marges de manœuvre des États et les effets externes des politiques nationales. La crise économique récente, qui a remis en cause les institutions économiques de l'UE, et de la zone euro en particulier, a ouvert un chantier de réformes visant une meilleure articulation des politiques nationales. L'histoire de l'intégration monétaire débutée dans les années soixante-dix met en perspective les enjeux de la crise actuelle.

Une Union européenne sans politique économique

De la CEE à l'UE

Aujourd'hui encore, l'architecture des institutions économiques de l'UE est marquée par l'héritage du projet européen des années cinquante (Communauté européenne du charbon et de l'acier ou CECA : traité de Paris, avril 1951 ; Communauté économique européenne ou CEE : traité de Rome, mars 1957). L'intégration économique européenne, depuis un demi-siècle, a consisté à faire disparaître les barrières et distorsions aux échanges au sein de ce marché « commun », puis « unique », et qualifié de « marché intérieur » depuis l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne :

- les politiques d'intervention directe pouvant entraîner des distorsions de concurrence ont été rapprochées voire fusionnées (Politique agricole commune ou PAC, définition d'assiettes comparables pour la TVA, etc.);
- les échanges de biens et services ont été facilités (dérèglementation des mouvements de capitaux, Acte unique de 1986, projet de directive sur les services);
- les politiques commerciales vis-à-vis des pays tiers sont de la compétence de l'UE (négociations et différends à l'OMC : v. Notice 12), tout comme la législation en matière de position dominante sur un marché, et les actions judiciaires s'y rapportant, relèvent de la Commission (v. Notice 14), etc.

Outre la création du marché intérieur, les États avaient prévu, dès le traité de Rome, de mener des politiques de redistribution entre les régions européennes, par le biais de Fonds structurels, principalement dans une optique d'aide au développement. L'entrée dans la CEE, dans les années quatre-vingt, d'anciennes dictatures (Grèce, Espagne et Portugal) dont le niveau de vie était très en retard sur celui des membres historiques, a motivé la montée en charge de la politique d'aide régionale au développement *via* les Fonds structurels. Ces derniers restent aujourd'hui un outil très important de la politique de l'UE, en particulier depuis son élargissement, en 2004, à d'anciens pays du bloc soviétique, qui a encore renforcé les écarts de PIB par habitant en son sein.

Ainsi, seules deux politiques économiques ont une traduction dans le budget communautaire : la PAC et l'aide régionale au développement par les Fonds structurels. Dans les deux cas, l'action de l'UE n'a pratiquement aucune dimension discrétionnaire : leurs règles d'application, négociées pour une période assez longue, ne sont pas prévues pour s'adapter aux circonstances. En outre, le poids de ces deux politiques dans le modeste budget de l'UE (environ 40 %

pour chacune) ne laisse que de faibles marges de manœuvre. Quant aux politiques économiques ne mobilisant pas de ressources budgétaires – celles relatives au marché intérieur ou aux négociations commerciales –, elles n’ont pas, elles non plus, de dimension discrétionnaire. Enfin, la politique monétaire ne concerne que les pays participant à l’Union économique et monétaire (UEM). Au sens strict, la politique économique de l’UE est donc inexistante.

La politique économique *dans* l’UE recouvre donc moins les actions de l’UE proprement dite que l’articulation européenne des actions nationales. Les deux axes principaux de la politique économique (stabilisation macroéconomique à court terme, politiques de croissance à long terme), à cet égard exemplaires, montrent l’échec relatif de cette articulation.

Un triple constat d’échec

La création de la monnaie unique en 1999 conduit mécaniquement à une politique monétaire et de change commune. Cependant, une partie importante des politiques macroéconomiques (budgétaire et fiscale bien sûr, mais aussi la régulation des banques et donc du crédit, les politiques salariales et de l’emploi, etc.) restent du ressort national et, ni le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), ni les Grandes orientations de la politique économique (GOPE), n’ont permis une articulation européenne suffisante. On ne peut plus douter de cette insuffisance au vu des conséquences de la crise économique qui a débuté en 2008.

L’Agenda de Lisbonne, qui marquait l’intention de faire de l’UE « l’économie de la connaissance la plus avancée à l’horizon 2010 », n’a pas tenu ses promesses car la volonté européenne ne s’est pas traduite dans les politiques nationales, et aucun budget spécifique ne donnait à l’UE les moyens directs de ses ambitions. Les médiocres perspectives de croissance à moyen terme, après la crise économique, soulignent amèrement cet échec.

L’horizon économique fixé par les traités européens aux pays membres de l’UE, la participation à la monnaie unique, est lui-même remis en question depuis la crise de 2008; du moins est-il à ce jour repoussé aux calendes... grecques.

Coordination des politiques macroéconomiques et des régimes de croissance, politiques de croissance à long terme, participation à la monnaie unique : trois constats d’échec qui posent, à nouveau, la question des modes d’articulation des politiques nationales, et entraînent divers projets de réforme des institutions européennes. L’année 2010 est à ce titre une année-charnière : rarement les débats sur l’avenir du projet économique européen n’ont été aussi nourris. On retrouve à cette occasion une constante : la politique économique européenne n’apparaît pleinement que lors d’épisodes de crises qui rendent encore plus manifestes les limites des institutions existantes, et plus nécessaires leur évolution.

Le cadre macroéconomique européen

La logique de définition de règles communes

Le cadre macroéconomique de l’UE se caractérise d’une part par un régime monétaire (monnaie unique pour les participants à l’UEM, régime de changes fixes ou encadrés par des bandes de fluctuations, pour les pays ayant vocation à intégrer l’UEM et, par exception, aucun accord monétaire dans le cas du Royaume-Uni), et d’autre part par des règles communes et des institutions chargées de les faire respecter, en particulier le PSC et les GOPE. Trois finalités implicites ont présidé à la conception des règles communes :

- permettre à chaque pays de mener une politique autonome, conforme au principe de souveraineté;
- éviter que les politiques mises en œuvre au niveau national n’aient des effets négatifs sur les autres pays;
- assurer la viabilité de la monnaie unique.

Soit des objectifs qu’on peut résumer par la triade : souveraineté, coordination et viabilité. Ce double principe (régime monétaire, règles communes), qui a trouvé son expression la plus

aboutie au moment de la création de l'UEM, s'est construit de façon progressive au cours des différentes phases de l'intégration monétaire. Chaque épisode est caractérisé par une contradiction que l'épisode suivant tente de dépasser.

1973-1979 : le désordre monétaire

Dans le régime monétaire et financier issu des accords de Bretton Woods (v. Notice 15), les politiques macroéconomiques en Europe sont articulées à travers le système d'étalon or-dollar (*Gold Exchange Standard*). En particulier, la masse monétaire intérieure est directement liée aux entrées de dollars consécutives aux excédents commerciaux, l'ouverture du compte de capital étant à cette époque très limitée. La fin de la convertibilité du dollar (août 1971) et l'abandon du régime de changes fixes (mars 1973) rend soudainement nécessaire la création d'un cadre monétaire et financier européen.

Ce cadre monétaire prend d'abord la forme du Serpent monétaire européen (accords de Bâle, avril 1972) qui fixe des parités-pivots entre les monnaies des pays de la Communauté européenne, avec une marge de fluctuation réduite à 2,25 % autour de cette parité. Mais le contexte macroéconomique n'est pas favorable à ce premier essai : baisse de la croissance à partir du début des années soixante-dix, deux chocs pétroliers et de fortes fluctuations du dollar par rapport au mark ouest-allemand. Les autres pays participant au Serpent sont dans l'incapacité de défendre la parité vis-à-vis du mark, qui s'impose alors comme monnaie de référence (le franc, la livre sterling et la lire sont dévalués et quittent le Serpent). L'Allemagne fédérale d'alors se singularise déjà : elle connaît en effet un régime de croissance tourné vers le développement du secteur exportateur, ce qui se traduit par des excédents courants ; elle évite, par une politique monétaire plus restrictive, une trop forte hausse de l'inflation du fait de la hausse du prix du pétrole. Les régimes de croissance et les politiques macroéconomiques de l'Allemagne et de partenaires sont trop différents, ce qui renforce l'appréciation du mark vis-à-vis du dollar et des autres monnaies européennes. Il apparaît que l'absence manifeste de convergence des politiques macroéconomiques a été la principale cause de l'échec du Serpent : s'il a si rapidement été mis face à ses incohérences, c'est que le marché des changes connaît une expansion très forte tout au long des années soixante-dix, et permet le développement de la spéculation sur les devises (et donc les sorties de capitaux anticipant une dévaluation de la monnaie).

1979-1992 : convergence des politiques au sein du SME

En mars 1979, les pays de la Communauté européenne mettent en place le Système monétaire européen (SME), qui doit prendre la place du Serpent défaillant (v. aussi Focus après Notice 15). Une unité de compte commune, l'ECU (*European Currency Unit*), est créée, dont la valeur monétaire est celle d'un panier formé des devises de la Communauté. Si des marges de fluctuations entre chaque monnaie et l'ECU sont instituées, ce dernier n'a pas d'existence proprement dite (il ne sert ni de monnaie de réserve ni de moyen de paiement international). Lorsqu'une parité entre deux monnaies s'éloigne de la parité de référence, les banques centrales des deux pays doivent mener des interventions de change (achat de la monnaie faible, et vente de la monnaie forte) pour préserver le SME. Et quand cela ne suffit pas, le Conseil peut décider d'un changement des parités par rapport à l'ECU (réalignement).

Dès son instauration, le SME paraît plus stable que le Serpent, malgré plusieurs réalignements au début de sa période d'existence, rendus nécessaire par les écarts entre pays à faible inflation (Allemagne de l'Ouest notamment) et pays à forte inflation (pays du Sud principalement).

À titre d'illustration, la hausse des prix en Italie nuisait à la compétitivité de ses produits à l'exportation, ce qui dégradait la balance commerciale. Anticipant une dévaluation prochaine, les capitaux fuyaient la lire pour s'investir en mark. La dépréciation subséquente de la lire, combattue un temps seulement par une hausse des taux d'intérêt italiens et des interventions de change, obligeait les États à décider d'un changement de la parité pivot. Les compteurs étaient alors remis à zéro, mais un nouveau cycle commençait, car l'inflation italienne restait élevée.

Ces modifications des parités pivots, souvent vécues par les autres pays comme des dévaluations compétitives (c'était précisément leur but), représentaient un frein à l'établissement du marché intérieur, et nourrissaient de surcroît l'inflation italienne.

Par ailleurs, le cadre du SME limitait fortement les marges de manœuvre de politique économique des États. Ainsi en 1981, lorsque le gouvernement socialiste fraîchement élu en France a voulu, de façon isolée en Europe, relancer l'activité économique par une hausse des salaires et des dépenses publiques, la perte de compétitivité a conduit à plusieurs dévaluations du franc. La politique intérieure devenant contradictoire avec les engagements européens, il fallut se résoudre au « tournant de la rigueur » (v. Notice 2).

La conversion successive de l'ensemble des pays à la politique de « désinflation compétitive » (il s'agit en fait d'une baisse durable du taux d'inflation sans effet sur la compétitivité), le démantèlement de l'indexation des salaires sur les prix, et une plus grande attention portée au déficit budgétaire, permettent une relative fixité des parités dès le milieu des années quatre-vingt, et ce malgré une instabilité très forte du taux de change mark-dollar. De fait, le rapprochement des politiques monétaires et salariales de l'ensemble des pays européens sur celles menées en Allemagne de l'Ouest est le facteur ayant le plus contribué au succès, relatif mais réel, du SME.

Dans la première partie de l'existence du SME, en l'absence de règles communes ou de volonté nationale de coordonner les politiques macroéconomiques, le marché des changes a joué le rôle central dans leur articulation (rôle des réajustements de parités, tournant de la rigueur) : c'est lui qui vient rappeler le principe de viabilité à des gouvernements trop enclins à ne considérer que le principe de souveraineté. Une fois que les pays ont adopté durablement des politiques cohérentes avec la viabilité du SME (convergence des taux d'inflation, absence de politiques budgétaires ou salariales isolées), celui-ci a tenu ses promesses et la stabilité des taux de change a été assurée.

La crise du SME et la marche vers la monnaie unique

Les années quatre-vingt tranchent avec les années soixante-dix par une réussite monétaire en Europe, mais connaissent aussi une libéralisation sans précédent des flux de capitaux. Depuis la suppression de toutes les barrières aux mouvements de capitaux au sein de la CEE en janvier 1990, les acteurs du marché des changes sont dotés de moyens puissants pour spéculer contre les monnaies européennes : malgré la convergence durable des taux et des anticipations d'inflation (en particulier le mode de formation des salaires), malgré des politiques macroéconomiques (surtout monétaires) portées à soutenir la participation au SME, le développement de la finance internationale fragilise le système de change européen. Ainsi, en 1992 et 1993, les monnaies du SME subissent des attaques spéculatives sans précédent, dont la chronique fait apparaître l'importance de l'hétérogénéité entre les pays européens.

La situation économique se dégrade très rapidement en Europe, dans le sillage de la récession américaine de 1991. Mais l'Allemagne nouvellement réunifiée est partiellement à l'abri de cette récession, du fait de l'augmentation des dépenses publiques colossales engagées pour soutenir les nouveaux *Länder*, et d'un *boom* immobilier naissant. Les autres pays se trouvent pris en ciseau entre le besoin de relancer l'activité, ce qui nécessite de baisser leurs taux d'intérêt, et la participation au SME, qui leur impose de les aligner sur ceux de l'Allemagne. Toutefois, ce dilemme ne se pose pas de la même façon pour tous les pays.

Le Royaume-Uni a un marché immobilier très sensible aux taux d'intérêt de la banque centrale, en raison d'un fort taux d'endettement des ménages et du recours au financement à taux variable. Dans ce contexte, une hausse des taux d'intérêt a rapidement des effets économiques et sociaux très délétères. L'Italie, à cause d'une dette publique très importante et financée elle aussi à des maturités courtes, voit rapidement le service de sa dette exploser si les taux d'intérêt augmentent. Le coût de défense de leur participation au SME est trop important pour ces deux pays, qui le quittent dès la première vague de spéculation.

Comparée au Royaume-Uni ou à l'Italie, la France subit moins fortement les effets récessifs d'une hausse des taux d'intérêt, tandis que le coût symbolique d'un décrochage du franc paraît

plus important : dès lors, la Banque de France n'hésite pas à mener des interventions sur le marché des changes (achat de francs contre des marks) et à augmenter fortement les taux d'intérêt, ce qui épuise la première vague de spéculation. C'est seulement à l'été 1993 que cette dernière oblige les gouvernements européens à modifier le SME afin d'éviter au franc de devoir en sortir. Après cette modification, qui a simplement consisté à élargir les bandes de fluctuations à $\pm 15\%$, la spéculation cessa subitement, et le taux de change se stabilisa à un niveau très proche du pivot.

Cette expérience douloureuse a à la fois retardé la création de la monnaie unique, et renforcé la conviction qu'elle devenait le seul moyen de stabiliser durablement les taux de change. Quand bien même les politiques macroéconomiques nationales seraient rigoureuses et coordonnées, le nouvel ordre financier ne permet plus la stabilisation des taux de change. Seule l'adoption d'une monnaie commune peut aujourd'hui atteindre ce résultat : c'est à cet objectif que vont se consacrer les membres de l'UE (hormis le Royaume-Uni, éloigné pour longtemps du projet commun). Malgré la faiblesse du taux de croissance entre 1994 et 1996, les États mettent en place des politiques budgétaires restrictives (fortes hausse des impôts) pour remplir le moment venu les critères de Maastricht, sésame pour participer à la monnaie unique. Sans coordination particulière, la seule perspective partagée d'adopter la monnaie unique a permis une convergence sans précédent des politiques économiques, des taux d'inflation et des taux d'intérêt longs, ainsi qu'une grande stabilité des taux de change.

L'Union économique et monétaire

Une architecture déséquilibrée

Dès la création de la monnaie unique, les États ont donné une incarnation institutionnelle à l'objectif de viabilité face à celui, plus traditionnel, de souveraineté. Ainsi, les critères de convergence prévus pour les pays candidats à la monnaie unique ont-ils continué de s'appliquer aux pays devenus membres de l'UEM, sous la forme du PSC (1997). À l'époque de sa rédaction, le PSC avait comme but explicite d'éviter une situation critique pour la monnaie unique : celle où une accumulation de dette publique non contrôlée conduirait un État à ne pouvoir se refinancer sur les marchés, de sorte qu'il aurait besoin du soutien des autres pays membres. Le PSC est donc un outil préventif, et non un outil de résolution des crises : il ne prévoit rien si cette situation inconfortable devait, malgré tout, arriver.

Mais s'il s'agit d'éviter une dette trop élevée, pourquoi avoir prévu un critère supplémentaire, celui de déficit public ? C'est que dans un grand nombre de cas, une dette élevée est le résultat d'une longue période de déficits excessifs, et limiter le déficit aujourd'hui permet d'éviter une dette élevée demain. Au-delà de cet argument pragmatique, ce critère supplémentaire modifie la façon dont la souveraineté des États est entravée : présent, l'entrave est légère mais s'exerce presque chaque année ; absent, l'entrave est très forte car trop tardive.

Enfin, malgré la disparition des variations des taux de change, qui disciplinaient les pays dans le SME, des différences de taux d'intérêt long sur la dette publique peuvent jouer ce rôle : si les finances d'un État apparaissent non soutenables aux investisseurs, ceux-ci peuvent exiger une prime de risque. Une telle hausse du service de la dette étant inconfortable, l'État prendrait des mesures pour l'éviter. Il s'est avéré prudent de ne pas compter sur ce « mécanisme disciplinant du marché » : les primes de risque sont en effet affectées par beaucoup d'éléments très volatils (les liquidités mondiales, l'aversion au risque du marché, les notes des agences financières) et prennent en compte trop tard, et de façon trop exagérée, la dynamique des comptes publics¹.

La conception du PSC a reposé sur l'idée que l'on se faisait, à l'époque où il fut conçu, des deux scénarios les plus probables de dérive de la dette publique :

- le premier est une hausse du déficit public structurel (non induit pas une dégradation de la conjoncture) liée à une politique soit de baisse d'impôts, soit de hausse des dépenses non financées, et donc non soutenable ;

- le second proviendrait des conséquences sur le déficit public de la hausse prévisible et inévitable des dépenses publiques liées au vieillissement de la population (financement des piliers retraite et maladie des systèmes sociaux publics).

Limiter le déficit public paraît une stratégie efficace pour les éviter l'un et l'autre de ces deux scénarios. En revanche, les institutions européennes étaient presque muettes sur la coordination des politiques budgétaires en zone euro : seule comptait la dynamique de la dette publique. Les GOPE pouvaient jouer le rôle d'enceinte où discuter des évolutions macroéconomiques nationales, en particulier de moyen terme. Mais durant les dix premières années d'existence de la monnaie unique, les GOPE n'ont conduit aucun pays à réorienter sa politique économique sous la pression des pairs, même si les évolutions du marché immobilier en Irlande et en Espagne y ont été soulignées comme non soutenables.

Aucune enceinte non plus où discuter des projets de réformes nationales pouvant avoir une incidence économique sur les autres pays de la zone euro (« externalités budgétaires »). Ainsi, les États ont longuement débattu le passage du taux normal au taux réduits de TVA en France pour le secteur de la restauration qui n'avait aucun effet économique direct sur ses partenaires (pas de distorsion de concurrence en particulier), mais leur faisait craindre de ne pouvoir résister aux demandes identiques chez eux (effet politique)². En revanche, la modification de la taxation du travail et de la consommation en Allemagne en janvier 2007, qui avait potentiellement un impact beaucoup plus important chez les voisins (une forme de dévaluation compétitive déguisée), n'a pas provoqué, quant à elle, de coordination particulière car le taux de taxe et des cotisations sociales ne sont pas une compétence communautaire.

Face à l'absence de coordination des politiques fiscales et budgétaires, la politique monétaire est la seule ayant une dimension européenne. La Banque centrale européenne (BCE) a plutôt correctement rempli son objectif (stabilité de l'inflation et soutien à la croissance), même si elle reste moins active que la *Federal reserve* aux États-Unis face à une variation de la conjoncture³. Toutefois, le levier monétaire est par nature incapable de traiter les hétérogénéités au sein de la zone euro (en matière de hausse du crédit, de taux d'inflation, etc.), et la politique monétaire unique s'est toujours trouvée à la fois trop accommodante pour certains pays et trop restrictive pour d'autres : en fait, elle a tendance à accroître les hétérogénéités. Une politique trop accommodante (pour l'Irlande ou l'Espagne entre 2000 et 2007) est synonyme de taux d'intérêt trop faibles en comparaison de la hausse de l'inflation ou du revenu des ménages, ceux-ci trouvent alors l'occasion d'augmenter leur levier d'emprunt, ce qui alimente en retour l'inflation et la dynamique des revenus.

En se concentrant sur le seul objectif de viabilité, les institutions de l'UEM pouvaient sembler avoir plus de chances de l'atteindre que si elles avaient cherché un équilibre entre viabilité et coordination. Si elles n'ont, pourtant, pas été capables d'empêcher une crise de la dette publique, cela est partiellement dû au fait que, justement, l'objectif était trop restreint.

Une crédibilité insuffisante

Le premier défaut des institutions de l'UEM est le manque de crédibilité du PSC. Lorsqu'un pays ne fait pas encore partie de la monnaie unique, les gains à attendre d'une entrée sont élevés et les efforts que son gouvernement est prêt à consentir vis-à-vis des opinions publiques importants. Une fois la monnaie unique adoptée, en revanche, les sanctions prévues par le PSC sont d'une éventualité trop incertaine pour motiver un État à entreprendre des efforts budgétaires s'ils ne sont pas déjà assumés politiquement dans le pays.

Une des ambiguïtés du Pacte a été très tôt perçue. Les critères de déficit excessif doivent-ils être très simples et parfaitement observables, et donc opposables, ou au contraire prendre en compte de façon juste et fine la situation économique du pays? *Ex ante*, lors de la rédaction du texte, la vision simple et opposable a prévalu sous la forme d'un critère de déficit public inférieur à 3%. *Ex post*, les pays ont fait valoir que le moment où les sanctions devaient s'appliquer

était mécaniquement celui d'un ralentissement économique, et que demander un ajustement budgétaire dans une conjoncture défavorable était peu responsable. L'Allemagne et la France ayant obtenu en 2003 la suspension de l'application des sanctions prévues par le Pacte, celui-ci est alors apparu à tous comme non contraignant, et la réforme du PSC qui a suivi (mars 2005) a achevé de lui ôter toute réelle influence sur les budgets nationaux.

Par ailleurs, la Grèce a, depuis la période de qualification à la monnaie unique, volontairement et dans des proportions importantes envoyé à Bruxelles des comptes non sincères (tant sur le déficit public que sur le niveau de la dette), et aucune sanction n'a été prise envers elle lorsque les manipulations ont été rendus publiques. La viabilité a laissé la place à la souveraineté.

Une dynamique non contrôlable

Le second défaut du Pacte, sans doute plus sérieux, est apparu dans un second temps. Même si un pays respecte parfaitement les critères du PSC, une crise économique comme celle qui a débuté en octobre 2008 peut dégrader si fortement les perspectives budgétaires que l'État peut avoir des difficultés à se refinancer sur les marchés. L'Espagne et l'Irlande en représentent deux exemples éclairants : leur solde budgétaire était excédentaire avant la crise, mais le déficit s'est creusé jusqu'à plus de 10 % du PIB en 2009.

L'Espagne et l'Irlande, deux « bons élèves » du PSC laminés par la crise

En Espagne, une croissance déséquilibrée et non viable (car alimentée par une hausse continue du taux d'endettement du secteur privé) depuis le début des années 2000 a conduit à une mauvaise allocation des facteurs de production (croissance du secteur abrité, en particulier la construction; perte de vitesse du secteur exportateur) et dopé les rentrées fiscales. Lorsque le régime de croissance s'est épuisé, le niveau trop élevé des salaires et l'absence de gains de productivité du secteur exportateur ont provoqué une hausse très forte du chômage (absence de réallocation intersectorielle du facteur travail), tandis que les rentrées fiscales s'effondraient. Comme l'insolvabilité des agents privés (ménages et secteur financier) faisait peser un risque d'effondrement économique,

l'État a dû prendre à sa charge une partie de l'endettement privé, transformé *de facto* en endettement public : le pays s'est retrouvé alors avec un déficit et une dette publics très élevés, et sans perspectives de croissance économique. Précisément de quoi laisser penser que l'Espagne pourrait laisser sa dette augmenter vers des niveaux non soutenables. En Irlande, l'État est passé brusquement d'un respect vertueux des règles budgétaires, à une situation très préoccupante de ses finances publiques. Les bilans des grandes banques du pays se sont dégradés de façon catastrophique au moment de la crise financière, en raison d'abord de prises de positions très risquées, et pour des montants de plusieurs fois le PIB annuel du pays, puis de l'éclatement de la bulle immobilière, qui avait été alimentée par la hausse vertigineuse de l'encours des prêts hypothécaires. La nécessité de recapitaliser les banques a très fortement pesé sur le déficit public, qui a été annoncé à plus de 30 % du PIB en 2010.

Une première conclusion peut être tirée de l'analyse des défauts de conception du PSC : ce ne sont pas des solutions techniques qui peuvent dépasser les contradictions inhérentes à la monnaie unique. Ces mêmes difficultés se retrouvent lorsque l'on passe à l'échelle mondiale, où le système monétaire international ne trouve que des équilibres provisoires et insatisfaisants. De même que la politique commerciale conditionne, et est conditionnée par de très nombreuses politiques nationales (sectorielles, développement des marchés des biens et du travail), de même la politique de change conditionne et est conditionnée par les politiques macroéconomiques intérieures (fiscale, marché du travail, salariale, encadrement des activités financières, etc.). Seule une articulation beaucoup plus large des politiques des États participants à l'UEM pourra éviter que d'autres crises économiques ne se transforment en crise de la zone euro.

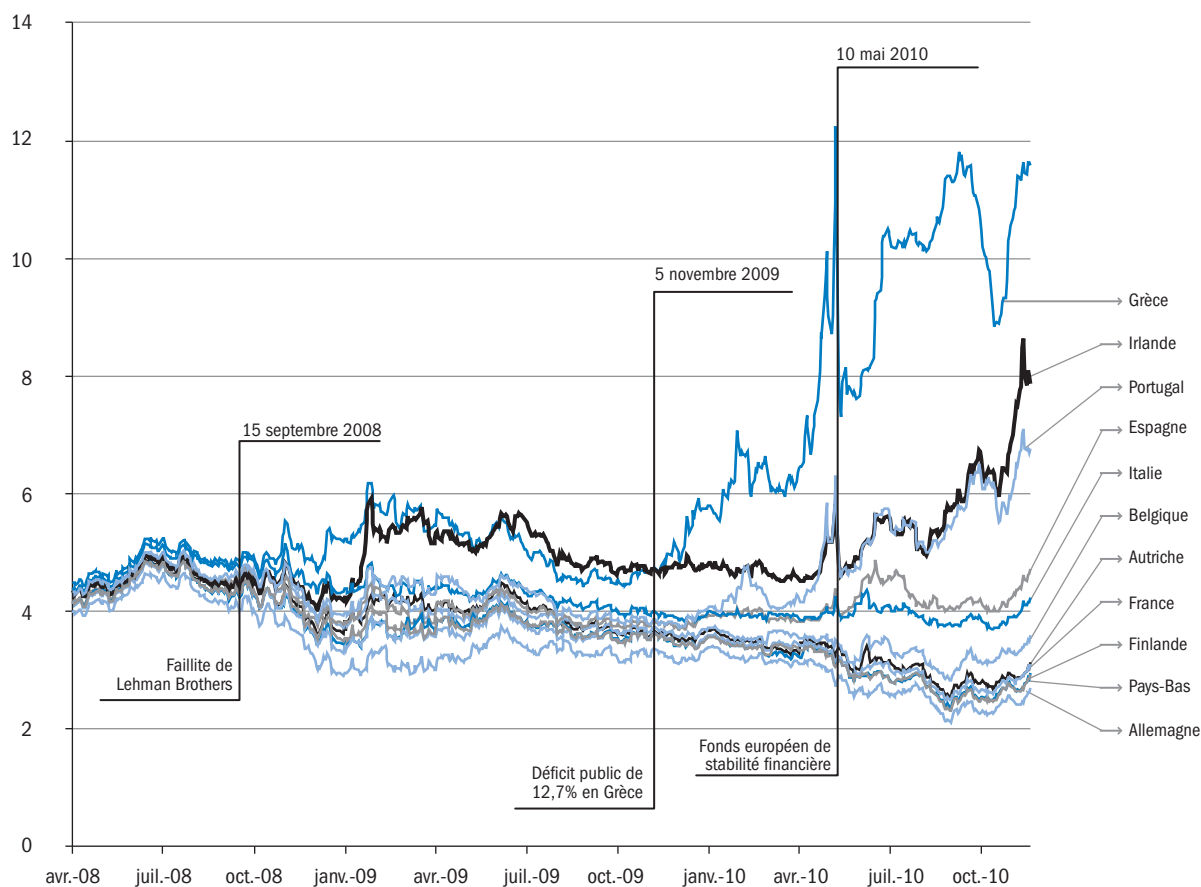
La crise des dettes publiques en 2010 et les réponses de l'UE

De la crise des *subprimes* à la crise européenne

Le cas de la Grèce, révélateur de trois cercles vicieux

Les tensions sur le marché de la dette des États en zone euro apparaissent dès le début de la crise financière en août 2007. Cette première période peut s'interpréter comme une phase de normalisation, après une décennie où les écarts entre les rendements des emprunts publics ne reflétaient aucune différence quant à la qualité de l'emprunteur. Lorsque la crise économique s'annonce, à l'été 2008 puis au moment de la faillite de la banque américaine Lehman Brothers, les écarts de taux d'intérêt s'accroissent fortement pour atteindre entre 150 et 300 points de base au début de l'année 2009 pour les emprunts à dix ans (v. graphique). Dès le mois de novembre 2009, qui marque une brusque accélération de la crise avec la publication de l'estimation du déficit public grec, l'écart de rendements de ce pays augmente considérablement et, dans une moindre mesure, ceux de l'Irlande et du Portugal (v. aussi Notice 16).

Taux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro



La raison de cette hausse très forte des taux d'intérêt est l'apparition, aux yeux des opérateurs de marchés (banques, fonds spéculatifs, etc.), d'un risque de défaut de certains États européens. Démêler ce qui relevait de la crainte injustifiée (et alors possiblement manipulée) et d'un risque réel n'est pas l'objet de cette analyse, pas plus qu'il n'est de faire état des réformes des marchés financiers (marché des *credit default swaps* ou CDS, notation par les agences, etc.) qui pourraient être nécessaires (v. Notices 17 et 19). En revanche, c'est le fait que cette situation impose des contraintes nouvelles aux politiques économiques qui nous intéresse ici.

D'abord, une hausse des taux peut elle-même provoquer le défaut dont elle n'est, dans un premier temps, que le symptôme. C'est l'effet « boule de neige » : la hausse du service de la dette entraîne une aggravation du déficit public et une accumulation plus forte encore de dette. Premier cercle vicieux.

Ensuite, les mesures budgétaires visant à réduire le déficit et contrôler l'évolution de la dette publique provoqueraient une baisse de la croissance économique, et ce d'autant plus que, étant membre de la zone euro, la Grèce ne pourrait bénéficier d'une dévaluation de sa monnaie, qui lui aurait permis de soutenir ses exportations. Lutter contre le déficit public conduit donc à diminuer fortement la croissance économique, alors même que celle-ci est indispensable pour assurer une dynamique des rentrées fiscales suffisante pour contrôler l'évolution de la dette. Second cercle vicieux.

Enfin, troisième cercle vicieux : ne pouvant recourir à une dévaluation nominale de sa monnaie, la Grèce ne peut compter que sur une dévaluation réelle, à travers une déflation des prix et des salaires. Mais celle-ci augmente mécaniquement le poids relatif des dettes en euro.

Le cadre macroéconomique de la monnaie unique apparaît donc très défavorable à un pays confronté à une crise de la dette publique. Mais à court terme, la situation réelle est moins grave, car l'augmentation des taux d'intérêt n'entraîne pas mécaniquement une crise des finances publiques dans les pays touchés. Le marché « primaire » de la dette fait se rencontrer chaque État et ses créanciers directs, souvent de grandes banques : c'est seulement à hauteur des émissions de nouvelles dettes sur ce marché primaire que les États supportent une hausse du coût de la dette, et ces nouvelles émissions dépendent principalement du montant des dettes anciennes arrivées à maturité, qu'il convient de renouveler. La hausse du coût pour les finances publiques est donc progressive. Toutefois, la Grèce (et dans une moindre mesure, le Portugal), en raison d'une dette héritée très élevée, a été très rapidement touchée par des difficultés à renouveler sa dette sur le marché primaire, où ne lui étaient offerts que des taux « usuraires », qui s'alignaient sur les taux du marché secondaire. Les autres pays, en particulier l'Irlande, ont eux jusqu'à présent réussi à se refinancer, malgré des taux plus élevés.

Parer au risque systémique

Si elle n'affecte que progressivement les États, une crise de la dette publique a, en revanche, un effet quasi immédiat sur les détenteurs de celle-ci, qui voient fondre la valeur de marché de leur portefeuille. En effet, le stock total des dettes publiques émises est échangé et valorisé sur le marché « secondaire » (lorsque le taux d'intérêt augmente, la valeur des créances diminue). Les banques européennes étant d'importantes détentrices de dettes publiques, une crise de la dette risque de se transformer en crise bancaire : la perspective d'un défaut, même partiel, de certains pays de la zone euro pourrait affecter le système bancaire de l'ensemble de la zone.

Face aux difficultés grecques et au risque d'apparition de situations similaires dans d'autres pays de la zone euro (Espagne, Portugal et Irlande notamment), les États membres de l'UE et le Fonds monétaire international (FMI) ont décidé d'un plan d'aide provisoire à la Grèce sous forme de garanties de prêts pour une période de trois ans, en échange d'un train de mesures très ambitieuses pour réduire le déficit public dès 2010, et de la création d'un Fonds ouvert aux États qui rencontreraient à l'avenir les mêmes difficultés (Fonds européen de stabilité financière : FESF). En parallèle, la BCE a procédé à des achats fermes (en lieu et place des traditionnelles prises en pensions) des titres grecs sur le marché secondaire pour assurer la liquidité de ce marché, et limi-

ter la hausse des taux d'intérêt⁴ : ce faisant, elle a modifié la doctrine de ses interventions en prenant le risque, à la revente, d'enregistrer des pertes et de ne pas pouvoir parfaitement contrôler l'offre de monnaie⁵. Enfin, l'ensemble des pays de la zone euro ont annoncé des mesures de rigueur budgétaires à partir de l'année 2011, afin de revenir aux exigences du PSC. Ces mesures ont deux objectifs :

- il s'agit d'abord de permettre à la Grèce de remettre de l'ordre dans ses finances publiques en isolant des taux de marché durant trois ans : de fait, ce pays peut faire appel au marché pour des maturités plus courtes (couvertes par la garantie) à des taux raisonnables ;
- il est ensuite d'obliger tous les États à être rapidement en règle avec les critères du PSC.

Si cette période de trois ans est suffisante pour diminuer très sensiblement le déficit budgétaire et respecter les critères du Pacte, les taux de marché baisseront et la Grèce pourra de nouveau se financer de façon autonome. Dans le cas contraire, il serait nécessaire d'organiser une restructuration de sa dette (rééchelonnement, défaut partiel) dont la négociation serait épineuse, en particulier pour la définition de priorités selon les créances (selon la date d'émission et la maturité) et les créanciers (le marché, les États, la BCE, le FMI, etc.). Un défaut aurait par ailleurs un retentissement politique majeur, de nature à déstabiliser le système bancaire européen, plaçant alors les autres pays face à la nécessité de recapitaliser les banques à un coût qui pourrait être important pour les finances publiques.

L'ensemble de ces mesures n'a pas contribué à contenir les inquiétudes des marchés⁶ sur un risque de défaut en Grèce, en Irlande ou au Portugal (les taux d'intérêt à dix ans ont de nouveau atteint des sommets début novembre 2010 : v. graphique). Au moment d'écrire ces lignes, l'Irlande est sur le point de signer un accord de prêt exceptionnel avec le FMI et l'UE dans le cadre du FESF pour assurer la recapitalisation des banques, qui pèse très fortement sur ses finances. Si cela devait conduire à une amorce de mutualisation européenne des pertes bancaires, c'est un pan majeur de la régulation économique, le secteur bancaire, qui passerait *de facto* dans le giron de l'UE, ce qui constituerait une évolution radicale de ses compétences. Pour bien saisir l'enjeu, on peut noter que l'architecture monétaire et financière de la zone euro deviendrait alors comparable à celle des États-Unis. Dans un proche avenir, le Portugal pourrait être le prochain pays à bénéficier de cette aide.

Concernant l'ensemble des pays de la zone euro, l'objectif de réduction rapide du déficit public pose certaines difficultés. Tant que la BCE a des taux d'intérêt nuls ou proches de zéro, la politique monétaire est contrainte et ne peut soutenir davantage la croissance. La rigueur budgétaire est alors très coûteuse, car elle ne peut espérer être accommodée par une baisse des taux d'intérêt. Le second cercle vicieux (effet récessif de la rigueur budgétaire) est donc valable aussi pour la zone euro dans son ensemble. Pour la même raison, aucune dévaluation de l'euro n'est à espérer pour relancer les exportations de la zone, d'autant plus que les autres grands pays développés (États-Unis, Japon, Royaume-Uni) ont eux aussi adopté des taux d'intérêt nuls. Dès lors, l'opportunité d'une telle rigueur budgétaire n'est pas avérée, en particulier pour les pays qui n'ont pas de difficultés à financer leur dette et dont les émissions ont profité du report des investisseurs, qui se sont détournés des dettes risquées.

En l'absence de crédibilité des engagements des pays européens à adopter des politiques budgétaires rigoureuses une fois que la situation économique sera normalisée, le principe de viabilité l'emporte sur celui de souveraineté. Le manque de crédibilité des institutions économiques européennes (c'est-à-dire, de l'articulation des politiques économiques nationales à travers le PSC et les GOPE) a dans un premier temps mené à une accumulation de déséquilibres budgétaires et macroéconomiques, qui a conduit à la crise de la dette. C'est désormais l'incapacité de coordonner les politiques budgétaires nationales, en vue d'éviter au maximum les effets récessifs de la rigueur budgétaire, qui révèle ce manque de crédibilité : une double peine en quelque sorte.

Les voies envisagées pour améliorer l'articulation des politiques nationales

Les deux objectifs implicites des réflexions en cours sur la réforme des institutions économiques européennes sont d'une part d'accroître la crédibilité du PSC, et d'autre part de la compléter avec une surveillance macroéconomique plus générale, liée à l'accumulation de déséquilibres financiers (levier d'endettement) ou de compétitivité (coûts du travail, gains de productivité dans le secteur échangeable) ayant une traduction dans la balance courante des pays.

L'adoption d'une réglementation moins laxiste des marchés financiers visant, par exemple, à travers des exigences en réserves plus grandes des banques, à éviter l'apparition de leviers d'endettement trop importants, pourrait à elle seule limiter à l'avenir certains déséquilibres macroéconomiques. Mais d'autres aspects de la politique économique (politique salariale, politiques sectorielles) participent de la formation des déséquilibres macroéconomiques et leur surveillance, voire la mise en œuvre de politiques correctrices, restent indispensables.

La Commission européenne a émis un certain nombre de propositions de réforme des institutions. Il s'agit d'abord d'organiser un « semestre européen » des politiques économiques, qui alternerait avec le semestre national de discussion et de vote de la loi de finances. Ce semestre européen serait l'occasion de discussions entre les pays des intentions de réformes économiques (comme, par exemple, la réforme des retraites ou la loi de modernisation de l'économie en France). Par ailleurs, la Commission se propose d'éditer un « tableau de bord » des déséquilibres macroéconomiques reprenant l'évolution des balances courantes, de la compétitivité et de l'endettement des différents secteurs de l'économie (ménages, entreprises non financières, système financier). Sur cette base, elle émettrait un jugement sur l'existence d'un « déséquilibre excessif » pouvant entraîner des actions correctrices dans le cadre d'une « procédure de déséquilibre excessif », voire des sanctions financières si les actions ne sont pas entreprises.

Une telle approche ne répond que très partiellement aux deux vices de fabrication du PSC. Si elle prend bien en considération une plus large palette de scénarios pouvant conduire à une crise des finances publiques, la crédibilité du dispositif reste incertaine. L'approche technicienne qui est privilégiée semble ignorer la dimension proprement politique du problème : l'adoption nationale des recommandations européennes, sous la menace de sanctions, est illusoire en l'absence de consensus politique interne sur la nécessité des réformes. En particulier, le fait que la surveillance et les recommandations proviendraient de la Commission, sans participation active des institutions nationales (gouvernements et parlements) sur des réformes économiques qui peuvent être fondamentales, conforterait une image plus bureaucratique que démocratique des institutions européennes⁷.

De plus, en matière de déséquilibre extérieur, l'objectif de coordination est plus fondamental qu'en matière de surveillance budgétaire *stricto sensu*. En effet, les déséquilibres extérieurs d'un pays ont toujours une contrepartie dans d'autres pays, et seules des actions coordonnées dans les deux zones peuvent réduire ces déséquilibres en limitant les coûts pour la croissance et l'emploi⁸. La stratégie ne devrait pas être la même selon que les déséquilibres sont internes à la zone euro ou à l'UE, ou engagent aussi des pays extérieurs, en particulier en ce qui concerne les conséquences monétaires (politique monétaire et de change). L'équilibre des mesures entre les pays excédentaires (en sur-épargne) et déficitaires (en surendettement), crucial pour la résorption des déséquilibres internes, devrait être au cœur d'une procédure de déséquilibre excessif. Dans le cas de déséquilibres externes, une négociation plus globale est nécessaire et doit porter sur le régime de croissance mondial, voire le système monétaire international, ce qui dépasse largement le cadre d'une procédure européenne.

Enfin, les propositions de la Commission n'abordent que le volet préventif (éviter une « crise de la dette publique » ou une « crise de la zone euro ») : rien n'est envisagé en termes curatifs si, malgré les précautions prises, un pays devait connaître une crise de la dette. Si l'idée d'organiser au niveau européen une procédure de défaut souverain a été d'emblée repoussée, lors de la négociation du traité de Maastricht, l'intégration des marchés financiers au sein de la zone euro

conduit pourtant nécessairement à des effets délétères pour toute la zone d'un défaut dans un seul pays. Cela n'était pas ignoré au moment de la négociation des traités, mais les transferts budgétaires entre pays impliqués par le règlement d'un défaut souverain (directement vers l'État qui demande une aide financière, ou indirectement, par la recapitalisation du système bancaire, si l'État fait effectivement défaut) et les risques d'aléa moral (un État qui sait être protégé par une telle procédure serait moins sérieux quant à ses finances publiques) ont conduit les États à délibérément laisser ouverte la question. Le report de trois ans de la question de la dette grecque va dans le même sens car, dans l'esprit des gouvernements, aborder publiquement l'éventualité d'une résolution ordonnée d'un défaut grec reviendrait à entériner sa possibilité, et ôterait tout intérêt aux efforts très importants consentis par le pays pour l'éviter.

- • • L'articulation européenne des politiques économiques nationales a profondément évolué entre le début des années soixante-dix et aujourd'hui, en zone euro du moins. Les institutions prévues pour les encadrer prennent à chaque étape une importance plus grande. La monnaie unique et la BCE sont de grandes réalisations, dont nous avons peut-être moins conscience, aujourd'hui, de l'audace qui a présidé à leur conception. Mais en regard de cette construction, le budget européen est inexistant, le rapprochement des systèmes fiscaux et sociaux presque nul et la solidarité interétatique exclue. En quarante ans, c'est plutôt la continuité de l'articulation européenne des politiques européennes qui est frappante : elle n'a fait que s'adapter à un régime monétaire en évolution sans réellement s'approfondir. C'est pour cette raison que certains peuvent, en 2010, évoquer sans ridicule un possible éclatement de la zone euro. La « théorie des zones monétaires optimales » tente de comprendre les éléments objectifs qui peuvent rendre plus souhaitable soit un régime de change flexible (du moins en partie), soit une monnaie unique. Dans le cas de la zone euro, on peut défendre que les deux plateaux de la balance étaient équilibrés : aucun des deux régimes ne l'emportait significativement au début des années quatre-vingt-dix. Vingt ans plus tard, il reste beaucoup à faire pour qu'elle penche résolument vers la monnaie unique.

Benjamin Carton

Notes

1. Le taux de change, bien que très volatil lui aussi, tient compte de l'ensemble de la situation macroéconomique (balance courante, inflation, etc.), tandis que les taux longs sur titres publics ne réagissent qu'au seul risque de défaut de l'État. C'est une des raisons pour lesquelles le taux de change discipline plus les politiques économiques que les taux longs.
2. Même si les taux de TVA peuvent être fixés librement (avec une limite inférieure de 15 % pour le taux normal, et de 5 % pour le taux réduit), les assiettes sont une compétence communautaire et une modification nécessite un vote du Conseil.
3. V. également J. Ziller (dir.), *L'Union européenne. Édition traité de Lisbonne*, coll. « Les Notices », 2008, part. Notice 9 : « L'union économique et monétaire ».
4. L'achat de bons du Trésor directement sur le marché primaire aurait été interprété comme relevant d'une monétisation de la dette publique, ce qui est prohibé par le Traité européen.
5. En octobre 2010, la BCE avait procédé à plus de 60 Mds € d'achats d'obligations publiques.
6. La perspective d'un ralentissement marqué de la croissance aux États-Unis à l'été 2010, puis les tensions monétaires de la rentrée (la « guerre des monnaies », v. Notice 19) avaient éloigné la zone euro des inquiétudes prioritaires des marchés. Le répit n'aura duré que quatre mois.
7. Le Conseil européen, en novembre 2010, a rejeté une application automatique des sanctions, sans vote du Conseil. Il a aussi exclu la possibilité de priver du droit de vote un pays en procédure de déficit ou de déséquilibre excessif.
8. C'est en comprenant ce type d'interdépendance qu'ont été créés les institutions de Bretton Woods, menées les négociations se concluant par les accords du Plaza au milieu des années quatre-vingt, ou décidée la stratégie actuelle du G20 en ce qui concerne les déséquilibres mondiaux.