

# La zone euro en crise : introduction

Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak

▶ **To cite this version:**

Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak. La zone euro en crise : introduction. Revue de l'OFCE, 2013, 127, pp.9-20. hal-01024784v1

**HAL Id: hal-01024784**

**https://sciencespo.hal.science/hal-01024784v1**

Submitted on 16 Jul 2014 (v1), last revised 3 Jul 2019 (v2)

**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.

# Introduction

## LA ZONE EURO EN CRISE

**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 ? ». Le présent numéro de la collection « Débats et Politiques » de *la Revue de l'OFCE* regroupe douze des communications présentées.

La conférence a été dominée par la question de la crise des dettes publiques de certains 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 ? Comment sortir de cette crise ?

En 2012, il est difficile de ne pas considérer que l'expérience de l'euro se solde par un échec : la zone est incapable de récupérer les 9 points d'activité perdus du fait de la crise financière ; sa croissance a été légèrement négative en 2012 ; elle devrait être nulle en 2013. En situation de récession, les pays de la zone sont contraints de pratiquer des politiques d'austérité. Trois pays membres ont dû faire appel à l'assistance de l'Europe et du FMI et doivent mettre en œuvre de drastiques plans d'ajustements sous la surveillance de la troïka (la Commission, la BCE et le FMI). Les dettes publiques des pays membres ne sont plus considérées comme des actifs sans risque ; l'homogénéité des dettes libellées en euro est rompue puisque les marchés financiers imposent de fortes primes de risques aux dettes des pays du Sud. Les politiques économiques des pays membres sont en permanence sous la surveillance des marchés financiers.

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).

La monnaie unique souffre de six péchés originels, auxquels il est difficile de remédier :

— Selon la théorie économique, il ne peut y avoir de monnaie unique entre des pays qui ont des situations économiques différentes et qui veulent garder des politiques économiques autonomes. La monnaie unique suppose de mettre en place des mécanismes de coordination des politiques économiques ou des mécanismes de solidarité. Sinon comment éviter l'apparition et la persistance de situation de déséquilibres où certains pays sont fortement déficitaires, d'autres fortement excédentaires ? Comment gérer ces situations ?

— Ces mécanismes ne peuvent consister en des règles numériques rigides inscrites dans un traité (comme le déficit budgétaire ne doit pas dépasser 3 % du PIB ; la dette publique ne doit pas dépasser 60 % du PIB ; le solde structurel doit être équilibré à moyen terme). Ils doivent être à la fois souples (les objectifs doivent être négociés entre pays compte tenu de la conjoncture) et contraignants (chacun doit se plier aux décisions prises en commun). Mais comment aboutir à un accord sur la stratégie de politique économique entre des gouvernements dont les intérêts et les analyses diffèrent ?

— Il ne peut y avoir de solidarité inconditionnelle entre des pays dont les systèmes économiques et sociaux diffèrent. Par exemple, les pays du Nord peuvent refuser d'aider les pays du Sud, leur reprochant de n'avoir pas fait les réformes nécessaires, d'avoir laissé gonfler leurs déséquilibres, d'être incapables de tenir leurs engagements.

— La BCE n'a pas le droit de financer directement les États (article 123 du TFUE) ; la solidarité financière entre les États membres est interdite (article 125 du TFUE). Ainsi, chaque État membre doit se financer sur les marchés financiers sans recours garanti à une banque centrale « prêteuse en dernier ressort ». Le risque existe alors qu'il ne puisse tenir ses engagements et fasse défaut. Sa dette n'est plus sans risque. Les marchés financiers n'en avaient pas pris conscience jusqu'à la mi-2009. Aujourd'hui, échaudés par le défaut de la Grèce, ils imposent des taux insoutenables aux pays en difficulté, ce qui augmente encore leurs difficultés.

— Les pays de la zone euro sont maintenant soumis à l'arbitrage des marchés financiers et, contrairement aux pays anglo-saxons et au Japon, ils ne contrôlent plus leur taux d'intérêt. Or les marchés financiers n'ont pas de compétence macroéconomique, sont autoréalisateurs et savent qu'ils le sont. Pourtant, les pays du Nord refusent que les dettes publiques des pays membres soient collectivement garanties. Ils estiment que la discipline imposée par les marchés financiers est nécessaire. Or, la disparité des taux d'intérêt est d'un coût élevé et arbitraire. À terme, par exemple, un pays comme l'Italie devrait payer aux marchés financiers un tribut de l'ordre de 3 % de son PIB pour les garantir contre un présumé risque de défaut.

— La crise de 2007-2012 est une crise profonde du capitalisme financier qui aurait demandé une riposte forte de la part des gouvernements pour réduire l'importance de la finance et la dépendance à l'endettement public ou privé, pour élaborer une stratégie macroéconomique de retour au plein emploi. Or les instances européennes se sont refusées à toute remise en cause de leur stratégie.

Plusieurs lignes de fracture sont apparues au cours du colloque :

— Pour les uns, ce sont les politiques irresponsables des pays du Sud qui sont la cause des déséquilibres : ceux-ci 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 : elle a conduit à la sous-évaluation des économies des pays du Nord, ce qui les a autorisés à compenser leurs politiques excessives d'austérité salariale et sociales par des excédents extérieurs excessifs ; elle a autorisé la persistance de déficits extérieurs au Sud ; il faut une convergence contrôlée 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 une forte réduction des dépenses publiques – afin de résorber les déficits budgétaires et réduire le poids de la dette publique – et des réformes structurelles (libéralisation des marchés des biens et des services, déréglementation du marché du travail)

qui en compenseraient l'effet dépressif sur le marché du travail. Il faut laisser les marchés financiers imposer aux pays la discipline nécessaire. Pour les autres, il faut maintenir les déficits publics tant qu'ils seront nécessaires pour soutenir l'activité, faire garantir les dettes publiques par la BCE afin de faire converger les taux d'intérêt nationaux vers le bas et mettre en œuvre une stratégie de croissance à l'échelle de l'UE (en particulier par le financement des investissements nécessaires à la transition écologique).

— Certains estiment même qu'il faut éviter l'extension de la solidarité européenne qui permettrait à certains pays de retarder les réformes nécessaires, qui rendrait persistants les déséquilibres, qui induirait de la création monétaire et donc de l'inflation. Il faut revenir à une application plus stricte du traité de Maastricht, sans solidarité entre pays, sans achat de titres publics par la BCE. 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. 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.

— Pour les uns, la fin de la crise des dettes des pays de la zone euro suppose la mise en place d'une union budgétaire, ce qui signifie la mise en place de règles contraignantes inscrites dans le Pacte budgétaire et un certain fédéralisme budgétaire ; la Commission et le Conseil européen doivent avoir un droit de regard sur les politiques budgétaires des États membres. Pour les autres, il faut laisser aux États membres un degré d'autonomie nécessaire pour pratiquer la politique budgétaire de leur choix ; c'est à la fois une question de démocratie et d'efficacité économique : les situations économiques des pays sont trop diverses pour qu'une politique budgétaire uniforme soit possible ; il faut une coordination ouverte des politiques économiques, sans normes préétablies et rigides de finances publiques, ayant pour objectif une croissance satisfaisante et la résorption des déséquilibres extérieurs.

## Les déséquilibres de taux de change réels

L'existence de la monnaie unique a conduit à l'apparition de désajustements permanents des taux de change intra-européens et à la polarisation des soldes extérieurs. L'article de Virginie Coudert, Cécile Couharde et Valérie Mignon : « **Les mésalignements de taux de change à l'intérieur de la zone euro** » compare les taux de change réels des pays de la zone euro avec des niveaux d'équilibre estimés économétriquement qui dépendent de la productivité du travail et du stock d'avoirs (ou de dettes) extérieurs. Il apparaît 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 %. Les mésajustements des taux de change sont plus prononcés et plus persistants durant la mise en place de la monnaie unique ; ils sont particulièrement forts pour les pays périphériques. 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 change, fédéralisme budgétaire et redistribution : 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, 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 que les pays d'Europe du Nord souhaitent avoir un excédent pour accumuler des avoirs extérieurs pour financer leurs retraites futures ; l'équilibre décrit par les auteurs ne tient pas compte de ces souhaits. Ceci met en évidence un problème de coordination des politiques économiques : comment gérer un système monétaire où certains pays souhaitent avoir de forts avoirs extérieurs tandis que les marchés financiers refusent que les autres aient de fortes dettes. Les auteurs proposent de faciliter les ajustements dans la zone euro soit par un système de transferts des pays en meilleure situation que la moyenne vers ceux en situation difficile, soit par un élargissement du budget européen, qui introduirait des transferts automatiques vers les pays en difficulté. Certes, les déséquilibres, après un choc dissymétrique, seraient moins importants. Mais les pays du Nord refusent un système où ils risquent d'être en permanence contributeurs ; ils refusent que les pays qui ont fait des efforts d'ajustement soient obligés de

subventionner des pays qu'ils accusent de n'avoir pas fait d'efforts équivalents. Une autre stratégie également délicate à mettre en œuvre serait de financer par des euro-obligations des investissements productifs dans les pays en récession. Ceci ne règle cependant pas durablement les déséquilibres induits par le creusement des écarts de compétitivité.

## Des indicateurs de la crise

L'article de Jasper Lukkezen et Hugo Rojas-Romagosa : « **Indicateurs stochastiques de la soutenabilité de la dette** » rappelle 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 de 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 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 2009-2010 que la question de soutenabilité de sa dette se pose.

L'article de Christophe Van Nieuwenhuyze : « **Dettes, actifs et déséquilibres dans la zone euro, une vue globale** » 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 des soldes extérieurs et des situations nettes vis-à-vis de l'extérieur plutôt que d'un problème 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,…).

## 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 faire adopter un Pacte budgétaire, qui impose aux pays membres 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 pour les déficits structurels est arbitraire et conduirait à long terme à une dette publique de 11,7 % du PIB, ce qui n'est ni crédible, ni optimal ; 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 en période de récession.

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 politique budgétaire. 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 aient été globalement trop importants, avant 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 dans la zone euro : le Royaume-Uni a abandonné sa règle durant la crise ; le PSC a créé des tensions inutiles avant la crise ; il n'a pas permis d'éviter la croissance des déséquilibres dans la zone puisqu'il ne tenait pas compte du solde extérieur et de l'endettement privé. L'article critique le traité budgétaire européen, qui repose sur les concepts théoriquement et empiriquement vagues de production 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, qui interdit les politiques budgétaires discrétionnaires pourtant indis-

pensables pour une stabilisation complète, qui oblige à mettre en place des conseils indépendants de politique budgétaire, comme si la politique économique devait échapper aux débats démocratiques.

## Questions bancaires et 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 basées sur des ratios de bilan 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 Dominique Perrut : « **Les réformes financières européennes et mondiales : bilan et perspectives** » décrit et critique les réformes que le G20 et l'UE mettent en place pour améliorer la stabilité financière après la crise. Tirant les leçons de la crise financière, leur objectif est de mettre en place un nouveau modèle prudentiel, tant au niveau macro que microéconomique. Elles comportent ainsi les ratios de Bâle III, des normes prudentielles contra-cycliques, une certaine séparation entre les activités bancaires de détail et les activités de marché, la mise en place de procédures explicites de résolution des crises bancaires, une supervision plus étroite. L'auteur s'inquiète des marges d'interprétation laissées aux institutions financières ; de la concurrence entre les institutions soumises à la régulation et celles qui y échapperaient, de la complexité du dispositif mis en place en Europe, du risque de concurrence par le moins-disant réglementaire entre l'Union bancaire mise en place dans la zone euro, le Royaume-Uni et les États-Unis.

## Les stratégies de sortie de crise

L'article de John FitzGerald : « **Crise financière, ajustement économique et retour de la croissance dans l'Union européenne** » analyse les expériences de sortie de récession qu'ont connues certains pays européens dans les années 1980-1995 ; 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 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 nette reprise de la croissance, ce qui nous semble peu compatible avec des politiques généralisées d'austérité. Il estime ensuite que 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. À 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 la 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 le reste du monde. Il cherche les conditions sous lesquelles 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 des politiques budgétaires ou 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 doit pratiquer une politique restrictive quand sa dette publique augmente, mais ceci peut induire des effets pervers si la hausse de la dette provient d'une politique budgétaire visant à compenser la faiblesse de la demande interne ou si la politique restrictive induit une forte baisse de la production qui entraîne une hausse du ratio de dette. En cas de déficit extérieur insoutenable, la solution réside 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. Toutefois, il ne propose pas de nouvelles règles : doivent-elles porter 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 du Conseil des experts économiques 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 dans un fonds la part de la dette qui dépasse 60 % du PIB et, en contrepartie, y 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'endettait à la mi-2012 à 2 %). Par ailleurs, les pays devraient s'engager dans le Pacte budgétaire, donc ramener rapidement leur déficit structurel à 0,5 % du PIB. Ainsi, le ratio de dette diminuerait-il 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 l'activité, faisant 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. Il ne s'interroge pas non plus sur les facteurs qui ont provoqué ces hausses des dettes publiques. Sont-ce des pêchés 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 : « **Éviter les pièges de la dette, cran de sécurité monétaire et réformes structurelles** » propose une maquette analytique qui présente deux équilibres : un bon avec une forte croissance, un faible taux d'intérêt et un bas ratio dette/PIB ; un mauvais, 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 des 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 trois 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 d'intérêt 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 (Allemagne, France, Royaume-Uni, États-Unis, Japon), qui ne souffrent pas de taux d'intérêt élevés, enfin des politiques budgétaires restrictives. 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 pris 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 les politiques actuelles de consolidation budgétaire qui, selon eux, peuvent avoir des effets dépressifs à court terme, mais deviendraient expansionnistes à moyen terme. Le risque, selon nous, est que le remède tue le malade, avant d'être efficace. C'est ce que semblent montrer en 2012 les exemples de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal. L'austérité ne rassure pas les marchés financiers et les poli-

tiques structurelles ont peu d'impact dans une situation de détresse économique et sociale.

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 ; elles ne s'endettent plus en termes 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 prétendue surveillance effectuée par les marchés financiers est actuellement contre-productive et auto-réalisatrice. L'article propose de créer un Fonds Monétaire Européen (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. Mais, est-il possible de stabiliser les taux d'intérêt de long terme à un bas niveau, indépendamment de la politique monétaire ? Ce projet confie aux ministres des Finances la responsabilité de s'entendre sur les objectifs de déficit public pour chaque pays, ce qui est problématique (que faire en cas de divergences d'intérêt ou de stratégie macroéconomique entre pays ?), peu démocratique (le ministre des Finances devrait imposer au Parlement le respect de l'objectif ainsi fixé), difficile à mettre en œuvre (que faire en cas de choc spécifique ou global ?).

## La crise est-elle finie ?

À la fin 2012, deux bilans contrastés peuvent être tirés de la crise. D'un côté, l'euro a survécu. Certes, les réactions des institutions européennes et des pays membres ont été lentes et hésitantes ; leurs réticences ont souvent nourri la spéculation. Mais les institutions européennes ont progressivement réussi à mettre en place des mécanismes de solidarité, comme le Fonds Européen de Stabilité Financière puis le Mécanisme Européen de Stabilité ; elles ont réussi à imposer aux États membres une forte discipline budgétaire (renforcement du

PSC, programmes d'ajustement, traité budgétaire). Les États membres ont accepté de mettre en œuvre des politiques d'austérité et de réformes structurelles. Dès le début de la crise, la BCE a accepté de mettre en place des politiques non-conventionnelles ; elle a soutenu les dettes publiques des pays en difficulté en intervenant sur les marchés secondaires. Puis, elle a pu s'engager à venir en aide sans limite aux pays en difficulté qui mettaient en œuvre des politiques satisfaisantes, ce qui a permis de rassurer les marchés financiers et de faire baisser les primes de risques.

De l'autre côté, la zone euro est incapable de retrouver une croissance satisfaisante comme de récupérer les neufs points d'activité perdus du fait de la crise. Les pays membres ont été contraints de mettre en œuvre des politiques d'austérité en période de récession. Selon les perspectives de la Commission elle-même, le taux de chômage devrait rester à 11,8 % en 2013. Les déséquilibres entre pays persistent, même s'ils sont quelque peu atténués par la dépression profonde dans laquelle sont plongés les pays du Sud. Les normes rigides et sans fondements économiques imposées aux États membres ne remplacent pas une vraie coordination des politiques économiques. Les solidarités mises en place sont conditionnelles à la perte de toute autonomie et à l'instauration de politiques d'austérité drastiques. À l'avenir, les politiques nationales seront paralysées par les contraintes européennes et les menaces des marchés financiers. L'Europe sociale ne progresse pas ; pire, l'Europe impose aux pays en difficulté de mettre en cause l'universalité de l'assurance-maladie, de réduire les prestations de retraite, de chômage, de famille. La concurrence fiscale persiste ; la crise n'a pas été l'occasion pour mettre en cause les paradis fiscaux et l'évasion fiscale. Certes, l'Europe est à la pointe du combat contre le changement climatique, mais elle peine à s'engager résolument dans la transition écologique. De nombreux pays de la zone souffrent d'une désindustrialisation persistante, sans qu'une stratégie européenne de politique industrielle ne soit mise en œuvre. L'Union bancaire va être mise en place, sans que son contenu soit démocratiquement décidé. Les instances européennes persistent dans une stratégie – paralyser les politiques nationales, imposer des réformes structurelles libérales – qui jusqu'à présent n'a pas réussi à impulser la croissance et qui ont rendu l'Europe impopulaire. L'Europe manque cruellement d'un projet social fédérateur, d'une stratégie économique et d'un fonctionnement démocratique.

**Remerciements**

Nous souhaitons remercier toutes les personnes ayant contribué à ce numéro et à la Conférence EUROFRAME. Merci aux membres du Comité scientifique pour leur implication dans la préparation de la Conférence, aux référés anonymes, aux auteurs qui ont préparé des versions révisées de leurs articles dans des délais courts, aux participants à la Conférence pour les discussions stimulantes.

La 9e Conférence EUROFRAME a été très aimablement accueillie par nos collègues à Kiel and a bénéficié du soutien financier de Veolia Environnement.

La préparation de ce numéro a été assurée à l'OFCE. Nous souhaitons remercier toutes celles et ceux qui y ont contribué, en particulier Nathalie Ovide, qui a assuré la coordination du travail de secrétariat, Esther Benbassat, Amel Falah, Claudine Houdin et Valérie Richard, ainsi que Najette Moummi qui a assuré le montage du numéro.