



SciencesPo.

CERI
CNRS

**ZONE EURO : LA FUITE DANS L'ENDETTEMENT
(OU COMMENT AGGRAVER LA CRISE EN PRETENDANT LA RESOUDRE)**

André Grjebine
(Directeur de recherche au CERI-Sciences Po)

Les gouvernements occidentaux des années 1930 avaient une excuse : avant la théorie keynésienne, ils ne savaient pas comment juguler la crise. Les dirigeants européens actuels, eux, se trouvent dans la situation des fidèles de certaines sectes qui connaissent les remèdes pouvant sauver la vie du patient mais s'interdisent d'y recourir. En l'occurrence, le dogme qui les paralyse résulte de la hantise allemande d'une hyperinflation dont on ne voit guère les prémices dans le climat récessionniste actuel. Le vieillissement des sociétés européennes et, singulièrement de la société allemande n'est peut-être pas non plus étranger à l'attachement de celles-ci à la stabilité monétaire, c'est-à-dire à la priorité donnée à la protection de l'épargne. Cet état d'esprit explique sans doute que les autorités allemandes aient imposé, dans les traités européens, une clause qui interdit à la Banque centrale européenne (BCE) de renflouer un Etat et continuent à s'opposer à ce qu'elle soit

autorisée à acheter, sans limitation, les titres publics des pays européens en difficulté. A défaut de pouvoir recourir au seul remède qui pourrait sauver l'euro, les dirigeants de la zone euro recourent à des pis-aller qui ne font qu'aggraver la crise. La révision des traités européens proposée par Angela Merkel devrait aggraver encore les penchants déflationnistes des dix-sept Etats de la monnaie unique.

La création de l'euro était censée rapprocher les économies, permettre à chaque pays de se financer au meilleur coût en bénéficiant des mêmes conditions d'emprunt que l'Allemagne, supprimer les mouvements spéculatifs à l'intérieur de la zone euro puisqu'il ne serait plus possible de jouer une monnaie contre l'autre, réduire la dépendance de chaque Etat membre à l'égard de l'extérieur et enfin, favoriser la croissance économique. Aucune de ces promesses n'a été durablement tenue.

A l'origine, un tel pari semblait susceptible d'être gagné. Dans un premier temps, les efforts faits par les pays candidats pour se conformer aux critères de l'union monétaire ont réduit les différences entre leurs taux d'inflation. La création de l'euro a rapproché la perception du risque souverain d'un Etat à l'autre. Pour ces raisons, l'écart de taux d'intérêt (le *spread*) entre les différents pays de la zone a d'abord été effectivement très faible. Ces espoirs ont été rapidement déçus. Le différentiel d'inflation s'est progressivement accentué. En 2008-2009, la crise financière qui a débuté aux Etats-Unis a révélé qu'il ne suffisait pas que des pays aient une monnaie commune pour que les risques qu'ils faisaient encourir soient identiques. D'où une divergence rapidement croissante des taux d'intérêt.

En réalité, la zone euro, avec les règles et la flexibilité réduite qui la caractérise, ne pourrait fonctionner que si tous les pays étaient parfaitement homogènes et répondaient de manière identique aux chocs extérieurs. Cela n'est évidemment pas le cas et ne peut pas l'être. Or rien n'a été prévu pour remédier aux différences fondamentales qui existent entre pays membres. Des Etats indépendants sur le plan monétaire peuvent recourir à un ajustement de leur taux de change pour réduire un déséquilibre. Dans le cas d'une union fédérale, l'absence d'ajustement des devises est compensée par des transferts de revenus entre les pays qui la composent grâce à un budget fédéral conséquent. Au sein de notre union monétaire, l'absence d'un mécanisme rééquilibrant ne fait pas que rendre difficile l'adaptation d'un Etat à ses partenaires, elle empêche également de faire face à toute perte de confiance manifestée par les marchés financiers. Dans un pays indépendant sur le plan monétaire, une fuite de capitaux entraîne une dépréciation du taux de change. L'équilibre extérieur tend alors à se rétablir et la confiance à revenir. Au contraire, dans un Etat membre d'une union monétaire, une perte de confiance provoque une hausse des taux d'intérêt qui

rend le financement de la dette plus problématique, ce qui contribue à accroître encore la perte de confiance. La crise de liquidités se transforme alors en crise de solvabilité.

La méfiance des marchés financiers à l'égard des pays vulnérables de la zone euro est d'autant plus accentuée que celle-ci se caractérise par la quasi-absence d'un prêteur en dernier ressort. C'est ce qu'on pourrait appeler le paradoxe de De Grauwe (*The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Document n°346, mai 2011). L'économiste belge se demande pourquoi depuis 2010, les taux d'intérêt sur les titres publics à dix ans sont nettement plus élevés en Espagne qu'au Royaume-Uni alors que, depuis 2005, la dette publique britannique est sensiblement plus importante que celle de l'Espagne (89 % du PIB en 2011 contre 72 %). L'explication qu'il propose est que la suivante : l'Espagne contrairement au Royaume-Uni appartient à la zone euro. De ce fait, Londres dispose d'un prêteur en dernier ressort susceptible de racheter sans limitation les titres publics, alors que Madrid est soumis au bon vouloir de la BCE et, *de facto*, à celui des autorités allemandes. Le risque d'un défaut de paiement de l'Espagne est donc très supérieur à celui du Royaume-Uni.

La Banque centrale n'a pas à exercer son pouvoir de prêteur en dernier ressort pour rassurer les marchés. Comme dans n'importe quel système d'assurance, il suffit que ce pouvoir existe et que la Banque centrale soit clairement disposée à l'exercer. Les banques britanniques peuvent se trouver en difficulté à la suite, par exemple, d'un défaut de paiement de l'Etat italien dont elles détiennent un grand nombre de titres. Dans la mesure où une partie notable des emprunts qu'elles ont contractés l'a été en dollars ou en euros et que l'accès à ces devises peut se révéler problématique en période de crise de liquidités, la capacité d'action de la Banque d'Angleterre sera limitée.

Une monétisation massive des dettes publiques des Etats les plus endettés semble être la seule voie pour évacuer définitivement le problème de la dette publique. Par la suite, en cas de surchauffe, il sera toujours possible de neutraliser des liquidités excessives. A défaut d'une telle stratégie, l'endettement qui touche les Etats s'aggrave et s'étend. Chaque effort pour repousser les échéances réduit leur marge de manœuvre et leur dépendance à l'égard des investisseurs étrangers. Le comportement erratique des marchés financiers risque alors de provoquer des défauts de paiement et, en fin de compte, de déboucher sur une implosion de l'euro.

Il est utile de rappeler ici les différentes étapes de l'engrenage qui a conduit la zone euro à l'endettement. Tout d'abord, dans les années 2008-2009, la peur des faillites qui seraient provoquées par le surendettement des banques a conduit les Etats à émettre des titres publics en grande quantité pour permettre au secteur privé de se désendetter. Des doutes sont alors apparus sur la capacité des Etats les plus endettés à honorer leurs dettes et sur la

solvabilité des banques créancières de ces pays. Afin de calmer ces craintes, au moins provisoirement, les dirigeants européens envisagent alors le rachat de titres publics par le Fonds européen de stabilité financière (FESF). S'il doit venir en aide à un pays comme l'Italie alors qu'il ne dispose pas des sommes d'argent qui lui seraient nécessaires pour ce faire, le Fonds pourrait emprunter aux banques puisque les Etats garantissent partiellement les crédits. L'absurdité du château de cartes ainsi érigé apparaît pleinement quand on prend conscience que l'opération consisterait à demander aux banques, qu'il s'agissait initialement de secourir, de venir en aide au FESF et donc de recourir indirectement aux Etats que ces opérations de secours ont mis en difficulté. Au vu des difficultés actuelles de la France (et de celles à venir), on peut s'interroger sur la valeur d'un FESF dont Paris est l'un des principaux garants. De surcroît, lors du sommet du G20 à Cannes des 3 et 4 novembre 2010, les dirigeants de la zone euro n'ont rien imaginé de mieux que de recourir à la Chine et à d'autres pays émergents pour trouver des capitaux, ce qui revient à accroître encore notre dépendance à l'égard du reste du monde.

Dans un tel contexte, les Etats les plus vulnérables sont donc acculés à pratiquer des politiques d'austérité pour satisfaire aux exigences de leurs créanciers. En hypothéquant ainsi leur croissance, ils réduisent leurs recettes publiques et rendent plus problématique encore le remboursement de leur dette publique. La logique à courte vue des gouvernements européens est d'autant plus dangereuse que, depuis Keynes, chacun sait qu'il ne faut précisément pas freiner la croissance en période de ralentissement économique.

La zone euro est aujourd'hui menacée par le risque de défaut de paiement de plusieurs de ses membres et par la récession qu'induit son fonctionnement trop rigide. Son implosion serait une source d'appauvrissement et de tensions au sein de l'Europe et, par contagion, dans le reste du monde. Les déséquilibres ne pourront être résolus que si les pays structurellement excédentaires se résolvent enfin à soutenir la croissance de l'ensemble de l'Union européenne. La progression vers un Etat fédéral s'avère, elle aussi, indispensable. Mais, toutes ces mesures demandent un temps dont nous ne disposons plus. Seule l'annonce d'une intervention sans limites de la BCE en faveur des Etats qui sont les principales victimes des attaques des marchés peut la sauver dans l'immédiat. Reste à savoir si les dirigeants européens sauront dépasser le dogmatisme qui prévaut aujourd'hui pour décider d'une telle stratégie avant qu'il ne soit trop tard.