

La zone euro à quitte ou double

La crise de la zone euro, crise des dettes souveraines mais aussi crise économique depuis 2008, entre dans sa troisième année, sans que des solutions viables et durables n'émergent des sommets successifs. Si, en ce début d'année 2012, des avancées ont été réalisées, laissant entendre que les pays membres de la zone euro sont sur une trajectoire de sortie de crise, cette trajectoire reste encore longue et ponctuée d'incertitudes quant à la solidité des instruments mis en place. Au point que l'hypothèse d'un défaut de l'économie grecque, d'un éclatement de la zone euro, n'est plus tabou. Ce qui est en crise, ce sont en réalité les ambitions de la construction européenne, dont la monnaie unique constitue l'un des maillons les plus apparents.

Contact : Thierry POUCH

Les architectes de la monnaie unique avaient souhaité en leur temps répondre à deux types de préoccupations. En instituant cette monnaie, il s'agissait, d'abord et en quelque sorte, de finaliser la construction européenne, enclenchée avec le Traité de Rome à la fin de l'année 1957. Cela signifiait que l'intégration européenne pouvait trouver l'un de ses points d'aboutissement dans la construction monétaire. Ensuite, la formation d'une monnaie unique concrétiserait, voire amplifierait les gains que les pays membres allaient retirer du Marché intérieur, dimension centrale de l'Acte unique européen de 1993. Il faut reconnaître que les errements et autres dysfonctionnements du Système Monétaire Européen (SME), institué en 1979 par le Chancelier Schmidt et le Président Giscard d'Estaing, mesurés à l'aune des crises successives aboutissant à des réajustements réguliers de parités, nécessitaient de re-fonder les relations monétaires de l'Union.

ques (allocation des capitaux disponibles, accession potentielle au rang de monnaie internationale, réduction des différentiels de taux d'intérêt). Pour ce qui est de l'agriculture, il était clair que, après des décennies de perturbations monétaires ayant donné lieu au célèbre mais néanmoins complexe mécanisme des montants compensatoires monétaires lancé après la dévaluation du Franc et la réévaluation du Mark en 1969, l'instauration de l'euro allait simplifier les choses. C'est cette ambition monétaire qui s'est fissurée, voire fracturée, sur les récifs de la crise actuelle. Le verbe « fracturer » n'est pas trop fort, puisque, en ce début d'année 2012, l'hypothèse d'un éclatement de la zone euro n'est désormais plus écartée. À moins que, au regard des timides mesures prises lors des derniers sommets européens, dont celui du 9 décembre 2011, puis le 21 février 2012, une esquisse de fédéralisme ne parvienne à être acceptée par les pays membres de la zone euro, et notamment par l'Allemagne. Vers quoi nous dirigeons-nous ?

**Assemblée Permanente des
Chambres d'agriculture**
9 avenue George V
75008 Paris
Tél : 01 53 57 10 10
Fax : 01 53 57 10 05
Email : accueil@apca.chambagri.fr

REPUBLIQUE FRANÇAISE
Etablissement public
Siret 180070047 00014
www.chambres-agriculture.fr

**Avec la participation financière
du CasDAR**



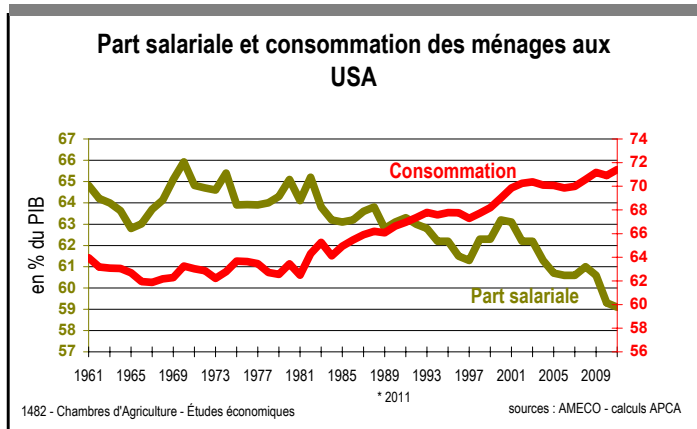
Dans un contexte de fluctuations des taux de change à l'échelle mondiale, conséquence de l'éclatement en 1971 du système monétaire international institué par les accords de Bretton Woods en 1944, la création d'une monnaie unique pour les pays membres de l'Union signifiait à la fois qu'ils en retireraient des bénéfices microéconomiques (coûts de transaction et abaissement de l'incertitude liée aux mouvements des parités monétaires) et des avantages macroéconomi-

Contenir la crise par l'endettement public

La crise de la zone euro s'inscrit dans le prolongement de l'éclatement de la bulle immobilière américaine durant l'été 2007. La bulle immobilière s'était formée à la suite de la montée impressionnante de l'endettement des ménages américains, mais également au sein même de la zone euro, dans des pays comme l'Espagne, l'Irlande, la Grèce. Facilitée par une politique monétaire américaine accommodante, calée essentiellement sur des taux d'intérêt bas, la montée de l'endettement à partir de la deuxième moitié de la décennie quatre-vingt-dix était surtout la conséquence d'une déformation du partage de la valeur ajoutée au détriment des salariés.

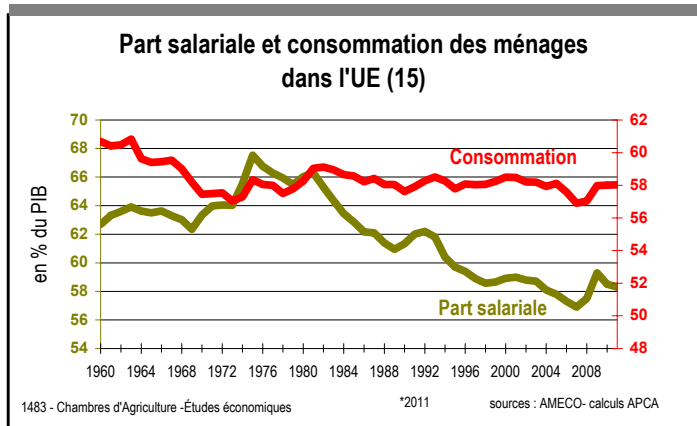
Pour préserver la croissance de la consommation et financer les investissements des ménages – notamment en logements – le recours au crédit bancaire s'était révélé indispensable (graphiques 1 et 2). Ce processus d'endettement s'est répandu jusque dans la zone euro, à des degrés plus ou moins importants.

Graphique 1



En éclatant, la bulle immobilière a fragilisé les banques qui détenaient des créances douteuses sur les ménages, du fait d'un durcissement de la politique monétaire américaine à partir de 2006 et d'une saturation du marché de l'immobilier. La crise dite des subprimes s'est ensuite répandue comme une traînée de poudre. Le système bancaire de la zone euro a été à son tour exposé aux difficultés de recouvrement des créances douteuses, obligeant les États à intervenir massivement pour juguler la crise systémique qui se préparait. Les déficits budgétaires et les taux d'endettement des économies de la zone euro se sont fortement dégradés à partir de 2008. C'est donc bien l'endettement privé qui est à l'origine de la crise actuelle, non les dépenses inconsidérées des États comme on l'entend parfois. L'endettement public s'est substitué à l'endettement privé. Tout s'est dès lors enclenché avec une rapidité stupéfiante.

Graphique 2

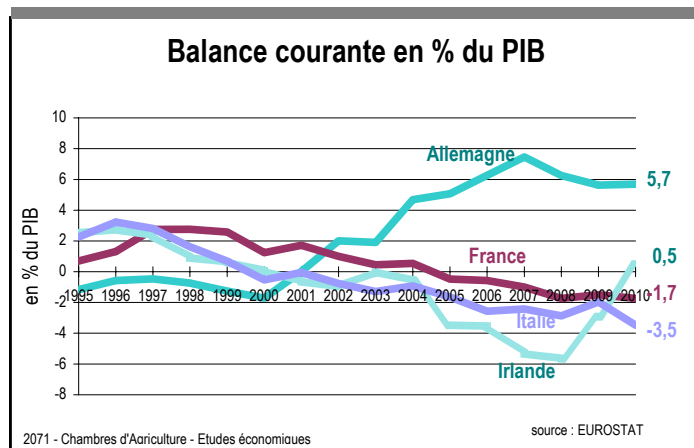


La zone euro est entrée dans une crise sans précédent

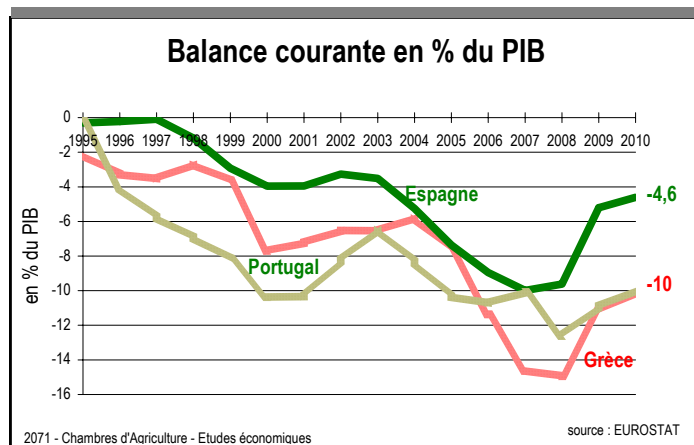
Avec la crise et le déploiement de politiques économiques expansionnistes, les pays membres de la zone euro ne respectent plus, à une ou deux exceptions près, les critères fixés par le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC de 1997 réexaminé en 2005).

La forte hétérogénéité des structures économiques des pays membres de la zone euro a pu alors éclater au grand jour. Outre la montée de l'endettement public, c'est bien la polarisation des balances courantes qui illustre le mieux les divergences de compétitivité entre les économies de la zone euro (graphiques 3 et 4). On assiste dès lors à la litanie opposant les économies non vertueuses, sommées de se conformer aux exigences des pays vertueux, à l'instar d'une Allemagne qui en la matière donne le la. Outre les coupes claires que les premières (Grèce, Espagne, Portugal, Irlande...) ont dû effectuer dans leurs dépenses publiques, outre les plans d'austérité adoptés (gel voire diminution des salaires dans la fonction publique, baisse des retraites...), c'est bien sur le redressement de la compétitivité que doivent porter les mesures de politique économique les plus drastiques. Cet aspect de la crise de la zone euro est d'une extrême importance pour comprendre la crise actuelle et la lecture des deux graphiques 3 et 4 va y contribuer.

Graphique 3¹



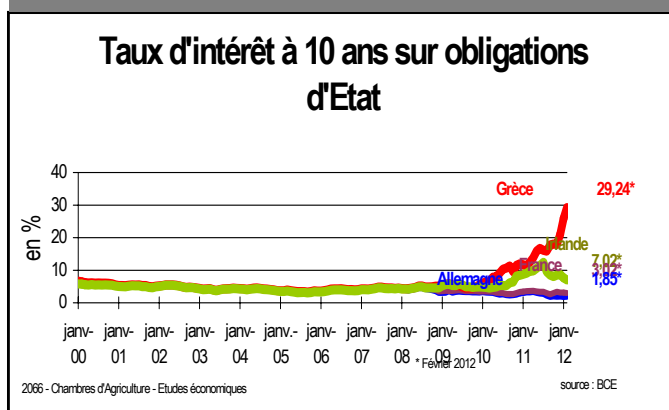
Graphique 4



Les excédents courants impressionnants dégagés par l'Allemagne depuis le début des années 2000 sont à articuler avec la perte de la compétitivité de ce pays depuis la réunification une décennie plus tôt. L'économie allemande a de plus intégré la zone euro avec un taux de change apprécié, défavorable à ses exportations. Toute la décennie 1990 s'est donc déroulée pour l'Allemagne sur le mode de la reconstitution de sa compétitivité, passant notamment par une compression massive des coûts de production et salariaux en particulier.

Graphique 5

De plus, on sait que la population allemande ne progresse plus, posant de façon aiguë le problème du financement des retraites. L'accumulation d'excédents courants était devenue une priorité pour l'économie allemande, excédents formant en quelque sorte une manne financière pour le futur. Elle n'a pu être effective qu'au travers la montée de l'endettement privé dans les autres pays de la zone euro, ainsi qu'on a pu le constater en Espagne, en Irlande, en Grèce ou au Portugal. Car l'économie d'endettement qui se mit en place durant les années quatre-vingt-dix deux mille dans ces pays là, à la faveur de taux d'intérêt relativement bas et convergents, occasionna une croissance de la demande qui bénéficia à l'Allemagne – dont la stratégie économique est depuis longtemps fondée sur l'exportation – puisqu'elle exporte entre 45 et 50% vers ses « partenaires » de la zone euro.



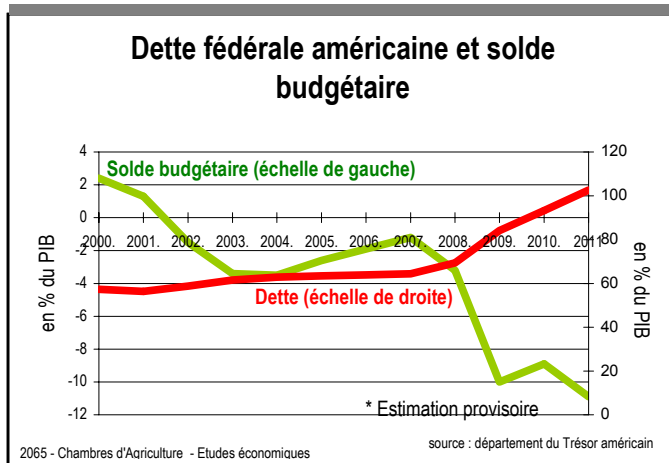
C'est donc bien la politique menée par l'Allemagne durant les années 2000 qui a amplifié les divergences économiques propres aux pays de la zone, et qui mis au jour les écarts de compétitivité. Puisque l'Allemagne parvient à dégager des excédents courants réguliers, c'est que son économie est compétitive. Il s'ensuit que les autres pays membres doivent suivre son modèle économique et financier. En réalité, ce recouvrement de la compétitivité de l'Allemagne s'est opéré au détriment des partenaires de la zone euro, dans une sorte de jeu non coopératif. En résumé, l'Allemagne a privilégié ses intérêts au détriment du collectif européen.

Tout juste tolère-t-on de la part de la BCE qu'elle se porte acquéreur de titres publics sur le marché secondaire, marché sur lequel les banques lui cèdent de tels titres. Un contraste existe donc entre les agissements de la BCE et ceux de ses homologues anglaise, japonaise et américaine, lesquelles rachètent directement, c'est-à-dire à l'émission, les obligations d'Etat. Au milieu de l'année 2011, la FED (la Banque centrale américaine), détenait 14% de la dette fédérale américaine, laquelle s'élève à 15 000 milliards de dollars (graphique 6). Dans la crise actuelle, un cran supplémentaire a récemment été franchi. Il a trait d'une part aux mesures de politique économique qui ont été adoptées par la plupart des pays membres de la zone euro, puis, d'autre part, à l'imposition, par l'Allemagne, de la « règle d'or » sur laquelle on reviendra plus bas.

La progression de l'endettement privé a donc largement profité à l'Allemagne. Sauf que, dans la crise actuelle, les économies qui se sont endettées hier, qui sont intervenues pour soutenir massivement le système bancaire européen, sont exposées à des risques de défaut de paiement. De ce point de vue, la construction de la zone euro a démontré ses faiblesses et ses graves lacunes. Si l'économie grecque pèse peu dans l'ensemble des membres de l'Union économique et monétaire (2% du PIB et 4,5% de la dette agrégée), elle a formé dans la crise actuelle l'étincelle à partir de laquelle s'est propagé l'incendie européen.

Graphique 6

La crise est d'autant plus grave qu'un désaccord profond est apparu au sujet du mode de financement des Etats membres et de la mission de la Banque Centrale Européenne (BCE). Le paradoxe réside dans le fait que l'Allemagne, par la voie de sa chancelière, clame l'impératif d'une plus grande intégration européenne, tout en bloquant le chemin qui devrait y conduire. Le premier exemple a trait au refus de la création des Euro Bonds. En mutualisant les dettes des dix-sept Etats, on réduirait les différentiels de taux d'intérêt, faisant ainsi baisser ceux de pays comme la Grèce ou le Portugal, ceux de l'Allemagne ou des Pays-Bas opérant quant à eux une remontée. Il s'agirait en quelque sorte d'une première avancée vers le fédéralisme dans la zone euro, ce à quoi s'opposent fermement les allemands (graphique 5).



Le clivage relatif à la mission de la BCE est sans doute encore plus tranché. Pour l'Allemagne, fidèle en cela à son attachement à l'indépendance de la Banque centrale afin d'écartier tout risque de monétisation de la dette publique, en raison de son caractère potentiellement inflationniste, la BCE doit se limiter à atteindre l'objectif qui est le sien, à savoir la stabilité des prix et de la monnaie.

Sur le premier point, les politiques restrictives semblent manifestement se généraliser à l'ensemble de la zone euro. Elles débouchent sur une contraction non moins générale de la croissance, véritable cercle vicieux puisque c'est précisément à partir d'une croissance soutenue et durable que les rentrées fiscales augmentent, engendrant du même coup une diminution des déficits et des dettes. Le cercle vicieux dans lequel est enfermée la Grèce peut s'étendre à la zone euro toute entière (graphique 7). Si les débouchés de l'Allemagne se ferment les uns derrière les autres, c'est toute la stratégie d'exportation allemande qui s'effondrera, l'obligeant à rechercher des marchés extérieurs sur lesquels la concurrence est intensive.

La zone euro à quitte ou double

Ce à quoi nous assistons dans la zone euro n'est rien moins qu'une crise économique doublée d'une crise institutionnelle, qui fragilise sa position dans l'économie mondiale. Par l'adoption de politiques économiques restrictives, les pays membres de la zone, et l'Allemagne en tout premier lieu, hypothèquent la croissance potentielle future, celle qui permettrait à l'UE de s'interroger sur le rôle qu'elle entend et peut jouer dans l'économie mondiale d'ici à 2050 afin de relever les défis du XXI^{ème} siècle (énergie, climat, technologie mais aussi alimentation...). Avec les politiques actuellement menées, l'UE s'installe dans une récession durable, dans une stagnation, et compromet ses chances d'être un acteur qui comptera dans l'économie mondiale de demain.

L'adoption de la « Règle d'or » par 25 pays sur 27 lors du Sommet européen de Bruxelles du 30 janvier dernier, offre une bonne occasion de mieux comprendre ce point. Cette règle, qui sera inscrite dans les constitutions nationales, indique que le déficit public ne devra pas dépasser le seuil de -0,5% du PIB, soit un seuil encore plus drastique que celui en vigueur jusqu'à présent (-3%) et hérité du Traité de Maastricht. Elle intègre les dépenses structurelles des gouvernements, celles qui portent sur l'investissement public (recherche, innovation, infrastructures, éducation...), lequel conditionne la croissance future des économies. On peut du coup se demander si l'adoption de cette « Règle d'or » ne signifie pas que priorité est désormais donnée aux rentes financières d'une Europe vieillissante au détriment des investissements préparant l'avenir de la jeunesse européenne.

Outre le fait que l'application stricte de cette « Règle d'or » (elle sera en effet assortie de sanctions financières) stérilise toute réponse étatique à des chocs macro-économiques comme celui que l'on a connu en 2007-2008, elle induit l'idée que les investissements sont du ressort du seul secteur privé, à moins qu'un État n'administre la preuve qu'il est en mesure d'autofinancer de tels investissements publics. Or l'histoire des économies développées montre que l'investissement public constitue un élément moteur de la croissance économique, ne serait-ce que par ses retombées dans tous les secteurs d'activité. Au regard de l'ampleur de la dégradation des comptes publics de chacun des États membres, de la récession ou, tout au mieux des taux de croissance atones, quelle est l'issue la plus favorable pour la zone euro et, plus globalement pour l'UE ?

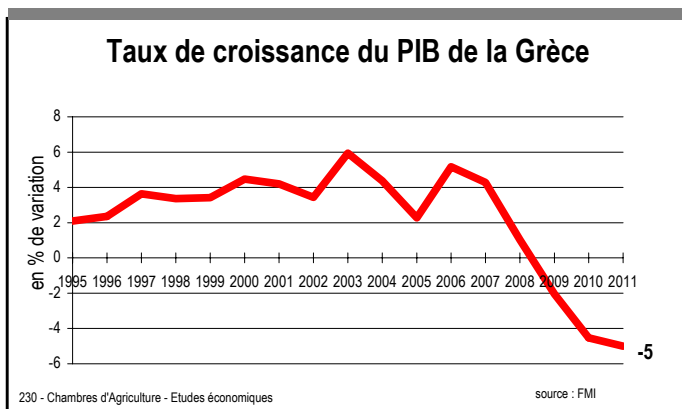
L'adoption d'un véritable budget européen, par surcroît augmenté dans des proportions importantes et contenant des mécanismes de solidarité financière, permettrait d'envisager des dépenses publiques d'investissements centrées sur des secteurs porteurs et capables de faire converger les économies membres au travers d'une ambition collective. Il sera par ailleurs impératif d'ancrer ce budget européen dans une stratégie de croissance et d'emploi.

En ce sens, l'Allemagne n'a finalement que peu d'intérêt à voir éclater la zone euro, puisque ce sont ses exportations et par voie de conséquence sa croissance, qui sont en jeu. Dans ce cas de figure, la monnaie unique serait alors adossée à un État fédéral et à un objectif commun. C'est en effet le propre d'une monnaie que d'être articulée à un principe souverain. S'agissant de l'euro, il a été construit sur la base du Traité de Maastricht, qui a juxtaposé différents États, rendant en cela impossible l'appartenance commune à une monnaie et donc toute politique de coopération entre ces États. La formation de l'euro s'est effectuée sur un fondement incomplet.

En raison d'une accentuation des pressions exercées sur les pays de la zone euro pour qu'ils réduisent encore davantage leurs déficits et leurs taux d'endettement, ce sont bien des solutions nationales qui émergeront de la crise actuelle, prenant la forme d'une ou de plusieurs sorties unilatérales de la zone euro. Dans le cas de la Grèce, le retour à la monnaie antérieure, la drachme, entraînerait ipso facto une dévaluation massive de sa parité, d'au moins 70 à 80%. Ce changement de parité monétaire se concrétiserait par une envolée du taux d'intérêt, obligeant l'État à demander aux créanciers à la fois un rééchelonnement de la dette et une baisse du taux d'intérêt.

Cela pourrait aller jusqu'à une dévalorisation massive des créances, potentiellement porteuse d'une pénurie de liquidités dans les banques. On peut donc s'attendre à une récession plus accentuée de l'économie grecque durant encore deux à trois ans après la sortie de la zone euro. Ce n'est qu'ensuite que l'effet de la dévaluation – assortie de mesures gouvernementales allant du rétablissement du contrôle des changes à la fermeture des banques, en passant par un gel total des avoirs bancaires afin de dissuader les sorties de capitaux – deviendra positif. Érosion du déficit extérieur courant, redressement des secteurs d'activité nationaux, réenclenchement de la croissance engendrant les recettes fiscales destinées à réduire le déficit et la dette publics.

Graphique 7



¹ La balance des opérations courantes regroupe le solde des flux de marchandises, ainsi que celui des services (transports, tourisme...) et les flux de revenus

² Se reporter à J. Creel et J. Le Cacheux [2006], « La nouvelle désinflation compétitive européenne », Revue de l'OFCE, numéro 98/3, p. 7-36

³ La PAC incluait dès 1962 cette pratique de la solidarité financière

⁴ Voir P. Artus [2012], « Le risque n'est pas l'explosion de l'euro mais l'inutilité de l'euro », Flash économie, Natixis, numéro 89, janvier, p. 1-7.

⁵ Une comparaison avec le cas de l'Argentine peut être établie. Se reporter à M. Aglietta [2012], Zone euro : éclatement ou fédération, éditions Michalon, ainsi que J. Sapir [2012], Faut-il sortir de l'euro ?, éditions du Seuil.