

## La stabilisation macroéconomique en Zone Euro (III)

### *Le cadre institutionnel inadapté de la Zone Euro*



Résumé :

- La politique monétaire est procyclique et amplifie les chocs asymétriques ;
- La politique budgétaire possède plusieurs défauts qui réduisent son efficacité ;
- Le Pacte de Stabilité et de Croissance, conçu pour réduire l'ampleur de ces défauts, a été peu efficace et souvent insuffisant ;
- Les Etats membres restent schizophrènes sur l'intégration budgétaire.

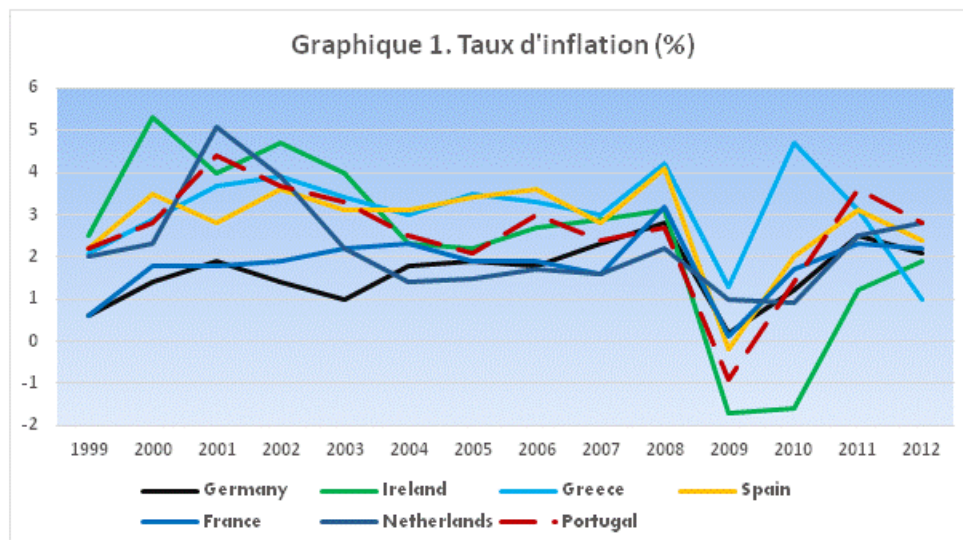
Mots-clés : zone euro, institutions, coordination, politique budgétaire, politique monétaire, UEM, inflation, convergence nominale, convergence réelle, titres souverains, dette, déficit, BCE, contracyclique, procyclique, déséquilibre interne, déséquilibre externe, surveillance, dette privée, économie politique, multiplicateur budgétaire, fiscal dominance, PSC, Semestre européen, ajustement, intergouvernemental, intégration budgétaire, intégration monétaire, intégration économique, crise, discrimination, original sin.

L'hypothèse selon laquelle il n'était pas nécessaire de favoriser une intégration économique plus intense pour assurer le bon fonctionnement de la Zone Euro s'est révélée fautive. Les Etats n'ont pas eu d'incitations suffisantes pour s'adapter aux contraintes qu'impose effectivement le partage d'une monnaie unique avec d'autres entités hétérogènes. Les mécanismes de marché à fin d'ajustement ou de lissage d'un choc asymétrique ont été mis en place de manière imparfaite, dans l'urgence ou alors se sont révélés inopérants. Le manque de surveillance et de correction des déséquilibres macroéconomiques a été très préjudiciable à la Zone Euro. Ils ont été réduits substantiellement mais à un coût élevé.

Le cadre institutionnel permet-il néanmoins de compenser ce défaut que possède l'UEM ? Nous allons donc nous concentrer sur la dernière option qui existe pour la stabilisation des chocs asymétriques en Zone Euro: la politique budgétaire. Mais commençons par préciser le rôle qu'a joué la politique monétaire dans le cadre institutionnel global de la Zone Euro.

### Les différentiels d'inflation ont dérégulé la politique monétaire de la BCE

Dans une union monétaire, la politique monétaire est utilisée pour stabiliser les chocs symétriques. Pourtant, la politique monétaire a joué un rôle essentiel dans la transmission des chocs asymétriques des années 2000. La raison tient à des différentiels d'inflation persistants entre les pays membres de l'UEM qui ont dérégulé les fonctions contra-cycliques de la politique menée par la BCE (voir graphique 1).



Source : Eurostat, Macrobond, BSI Economics (2013)

Ces différentiels d'inflation persistants peuvent provenir de plusieurs origines : rattrapage économique<sup>1</sup>, structure du marché du travail, politiques économiques, préférences sociales, cycles économiques. Lorsque les différentiels d'inflation sont faibles et stables entre les pays, les termes de

<sup>1</sup> C'est l'effet Balassa-Samuelson. Les pays avec des revenus par habitant relativement faibles ont tendance à voir leur taux de change se réévaluer au cours de leur développement. Le rattrapage économique nécessite en effet des différentiels de croissance positifs qui s'accompagnent souvent d'une inflation supérieure.

l'échange le seront aussi, favorisant *in fine* des comptes courants équilibrés. La nécessité d'ajustements du taux de change nominal est donc réduite. Ce sont ces mêmes différentiels d'inflation qui ont causé la dissolution de plusieurs unions monétaires au cours de l'Histoire.

Les taux d'inflation ont convergé sensiblement au cours des années 1990. Cependant, la convergence n'était pas encore complète lorsque les pays ont abandonné l'autonomie de leur politique monétaire en 1999<sup>2</sup>. De plus, l'intégration monétaire n'a pas permis de réduire la dispersion des taux d'inflation dans les années 2000 alors que certains économistes l'anticipaient.

Par conséquent, la politique monétaire de la BCE a souvent été procyclique et a sublimé les cycles économiques à l'intérieur de la Zone Euro en favorisant les déséquilibres internes et externes. Ce phénomène s'est transmis par les taux d'intérêt qui, corrigés des différentiels d'inflation, ont été soit trop bas pour les économies en expansion, soit trop hauts pour les économies en stagnation.

### **La politique budgétaire est généralement moins efficace que la politique monétaire**

La politique budgétaire possède deux composantes : (i) une composante automatique (les stabilisateurs automatiques) et (ii) une composante discrétionnaire (quand le gouvernement décide d'un plan de relance ou d'austérité). C'est bien souvent cette deuxième composante qui est problématique. En effet la politique budgétaire doit respecter trois conditions pour être efficace : être opportune, temporaire et ciblée. La politique budgétaire est généralement moins efficace que la politique monétaire pour trois raisons.

Premièrement, la politique budgétaire est soumise à des décalages temporels : (i) un décalage de détection (les données économiques en temps réel sont souvent de mauvaise qualité), (ii) un décalage de décision (processus budgétaires qui peuvent être plus ou moins efficaces) et (iii) un décalage d'implémentation (l'efficacité de la politique budgétaire passe par l'ajustement des comportements des agents privés qui prend du temps). Ces décalages contribuent à réduire la contra-cyclicité de la politique budgétaire (Dullien et Schwarzer (2008) font une bonne revue de la littérature sur le sujet). En général, la composante discrétionnaire réduit l'efficacité des stabilisateurs automatiques et fragilise la fonction stabilisatrice globale de la politique budgétaire.

Deuxièmement, l'économie politique nous apprend que la politique budgétaire a un biais déficitaire qui empêche le respect des trois conditions que nous avons vu plus haut. Selon Wyplosz, il existe deux raisons dominantes à ce phénomène qui découle de la « tragédie des biens communs »<sup>3</sup>, à savoir (i) la tendance à repousser la charge de l'ajustement budgétaire sur les gouvernements et les générations futures et (ii) l'interaction des processus budgétaires avec les groupes d'intérêt (Wren-

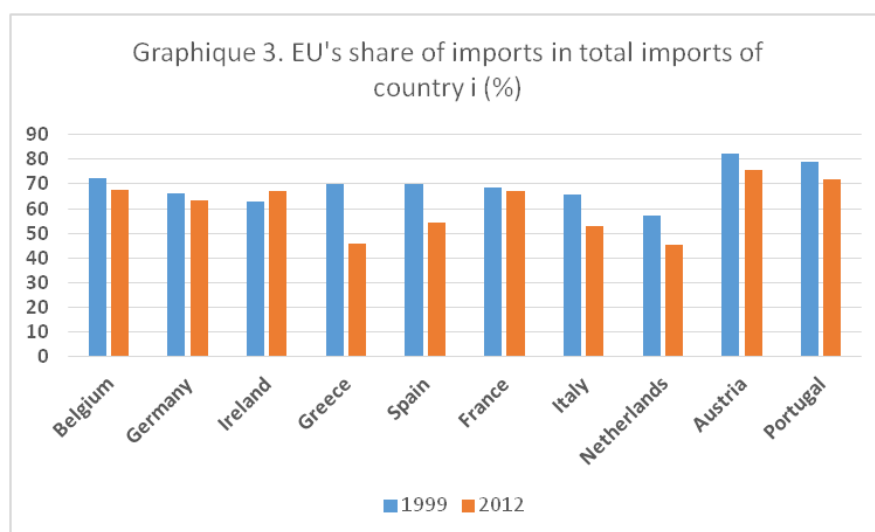
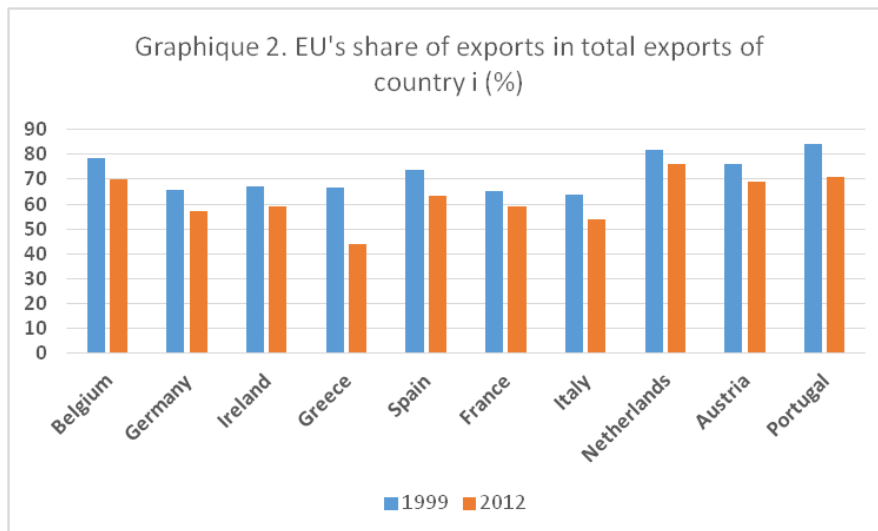
---

<sup>2</sup> Depuis plusieurs années déjà, les pays européens qui formeront alors la Zone Euro ne possédaient plus l'autonomie de leur politique monétaire car elle était alignée sur celle de la Bundesbank qui était la plus efficace. C'est une application concrète du trilemme d'incompatibilité de Mundell. Dès lors qu'un pays autorise les mouvements de et qu'il adopte un régime de taux de change fixe (les pays européens ont toujours eu la « peur du flottement »), il n'a plus l'autonomie de sa politique monétaire.

<sup>3</sup> C'est un concept créé par Hardin en 1968. Considérons le solde budgétaire comme un bien commun. Chaque acteur va agir de manière indépendante et rationnelle pour maximiser les dépenses nettes qu'il reçoit de l'Etat sans internaliser le comportement des autres acteurs. L'agrégation des comportements individuels va aller à l'encontre de l'intérêt général en poussant le solde budgétaire structurellement à la baisse.

Lewis (2011) offre une revue exhaustive des problèmes). Le solde budgétaire est donc souvent négatif.

Troisièmement, la politique budgétaire est moins efficace dans une union monétaire parce qu'il existe des « fuites » sur le multiplicateur budgétaire, d'après Goodhart et Smith. La raison principale tient aux interdépendances économiques importantes entre les pays de la Zone Euro. Dans l'UEM, la majorité du commerce de chaque Etat membre se fait avec d'autres Etats membres (la part du commerce intra-zone est néanmoins décroissante, voir graphiques 2 et 3). Par exemple, si un Etat décide d'un plan de relance budgétaire, une part importante du soutien budgétaire devrait se traduire par une hausse des importations et bénéficier aux économies partenaires. Cette « fuite » de l'argent public hors du circuit national minimiserait les effets sur l'économie nationale. C'est un dilemme du prisonnier : au lieu de coopérer pour maximiser les effets de la politique budgétaire, chaque gouvernement aura intérêt à revenir sur sa parole pour minimiser l'ampleur de sa relance et profiter de l'effort des autres partenaires. Au final, l'ampleur de la relance sera globalement sous-optimale.



Source: Eurostat, Macrobond, BSI Economics (2013)

## **Pourquoi le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) existe-t-il ?**

Dans une union monétaire, des règles budgétaires sont nécessaires afin de réduire la probabilité de comportements de passager clandestin et d'aléa moral qui peuvent réduire l'efficacité de la politique monétaire et augmenter le risque de contagion. Selon Chari et Kehoe, si une Banque Centrale estime qu'il est optimal de fixer une inflation plus élevée lorsque le niveau de la dette est plus élevée (c'est ce que l'on appelle la « fiscal dominance »<sup>4</sup>), elle donne des incitations pour une autorité fiscale à resquiller parce qu'une part de la dette qu'elle aura émise pourra être monétisée dans le futur : chaque autorité fiscale émettra donc trop de dettes et mettra en péril le ciblage de l'inflation optimale. Si un gouvernement s'endette trop et pousse la Banque Centrale à augmenter l'inflation pour liquider la dette, les coûts seront supportés par tous les pays : il faut donc mettre en place des règles budgétaires pour prévenir et corriger ces comportements.

D'autre part, l'intégration financière et monétaire permet d'abaisser le coût de l'endettement public pour certains pays de la Zone Euro. Dès 1999, les spreads sur les obligations souveraines ont diminué de façon spectaculaire et ont convergé vers les taux très bas allemands : ce moindre coût a pu donner des incitations à avoir une politique fiscale peu prudente pour certains pays. On pensait alors que la convergence des taux sur les titres souverains était permanente (d'ailleurs les marchés financiers ne faisaient que peu de différences entre un titre souverain grec et un titre souverain allemand jusqu'en 2007). De plus, s'il devait arriver un problème de financement public, il était anticipé que les pertes seraient socialisées (malgré la clause de non renflouement, qui on l'a bien vu n'est pas crédible du fait des interdépendances financières entre pays). Le comportement imprudent d'un Etat pourrait créer des réactions en chaînes incontrôlables, qui se transmettraient par les bilans des banques commerciales. Il s'agit donc de contraindre les Etats à adopter une posture responsable.

## **L'efficacité du PSC est remise en cause par les faits**

Le PSC, qui est l'essence même de l'orthodoxie de Maastricht, a été conçu pour régler les problèmes que nous venons de voir. Les créateurs du cadre de l'UEM pensaient que l'intégration budgétaire (notamment par la fusion de tous les titres souverains en un titre unique) n'était pas nécessaire à l'époque : la coopération intergouvernementale serait suffisante pour prévenir les crises (la question de la gestion des crises ne se posait même pas). On peut raisonnablement dire que les résultats ont été peu concluants : peu de convergence nominale, peu de coopération entre les Etats (à part en 2008-2009 peut-être où tous les pays de la Zone Euro ont coordonné leurs efforts budgétaires) mais surtout peu de convergence réelle (problème majeur des déséquilibres macroéconomiques).

Au cours des 15 premières années d'existence de l'euro, le PSC n'a été respecté que dans moins de 50 % des cas, en moyenne pour les 10 pays de l'UEM, considérés dans le tableau ci-dessous. Même si la règle a pu avoir eu une influence modératrice sur certains pays (notamment l'Irlande et l'Espagne qui ont eu de bonnes performances budgétaires tout au long des années 2000), la fréquence de sa violation par des membres importants est si élevée que sa crédibilité est inexistante. En 2005, le PSC

---

<sup>4</sup> La politique monétaire est ici contingente à la stabilité budgétaire : la Banque Centrale va augmenter son offre de monnaie pour faire baisser les taux d'intérêts afin d'avoir un différentiel taux d'intérêt-croissance négatif et faciliter le désendettement.

a été « assoupli » après que la France et l'Allemagne aient réussi à éviter les sanctions en procédure de déficit excessif en 2003 : les Etats restent souverains et font ce qu'ils veulent quand il s'agit de politique budgétaire. Le cadre de Maastricht n'est définitivement pas contraignant dans la pratique.

Number of years with budget deficit below 3% of GDP – 1999-2013

Spain	Belgium	Germany	Ireland
9	11	8	9
Greece	France	Italy	Netherlands
0	6	6	9
Portugal	Austria	Euro area	
0	12	9	

Source : Eurostat, Macrobond, BSI Economics (2013)

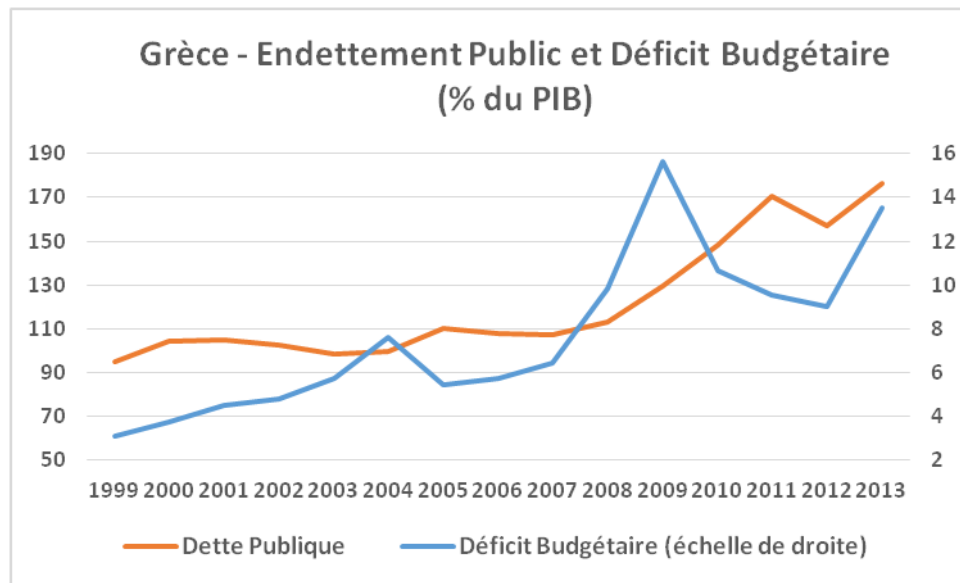
### La pro-cyclicité du PSC

Selon Guntram Wolff, du think tank Bruegel, la limite des déficits à 3% du PIB avait été jugée généralement suffisante pour ne pas perturber le travail des stabilisateurs automatiques et pouvoir utiliser la composante discrétionnaire si nécessaire. Les derniers évènements nous montrent pourtant que quand il s'agit de chocs extrêmes (ayant une probabilité faible), le cadre tracé par Maastricht est intenable.

La réaction du solde budgétaire à un choc est asymétrique. En théorie, le solde budgétaire devrait être en équilibre sur le cycle économique. Buti et Sapir (1998) notent que pour la moyenne des pays de l'UE, quand la croissance est inférieure au potentiel, le déficit budgétaire augmente progressivement, tandis que le solde budgétaire ne s'améliore que si la croissance est très forte.

Le PSC a été incapable de faire face à ce problème car il a été mal conçu, peu crédible et s'est même révélé procyclique. Certains Etats ont dû adopter des politiques de rigueur en pleine récession car ils n'avaient pas fait d'efforts budgétaires suffisants en ayant notamment des surplus budgétaires pendant les bonnes années<sup>5</sup>. Des pays caractéristiques de ce cas sont le Portugal ou la Grèce. Pendant les années 2000, ils ont eu des taux de croissance très forts, associés à des taux d'intérêt réels très faibles mais ont accumulé des déficits budgétaires chroniques : l'endettement public n'a donc pas pu diminuer en prévision des mauvaises années (graphique 4).

<sup>5</sup> La dynamique de la dette publique est une fonction négative du différentiel « taux d'intérêt apparent apparent-croissance » sur le stock existant de dette (effet boule de neige) et positive du déficit budgétaire (flux).

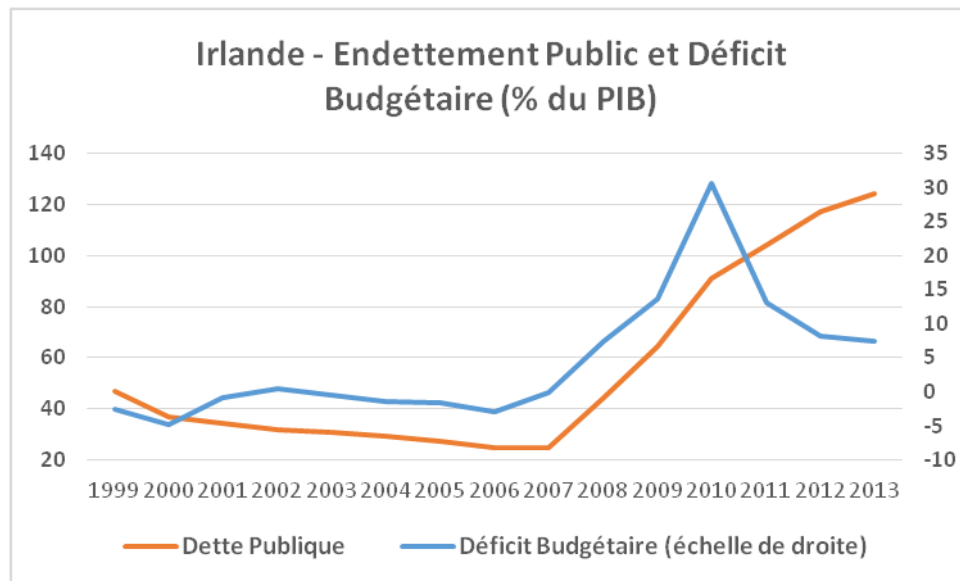


Source : Eurostat, Macrobond, BSI Economics

### L'insuffisance du cadre tracé par le PSC

Le cas de pays tels que l'Espagne ou l'Irlande est plus complexe à intégrer dans le cadre du seul PSC (graphique 5). Avec à la fois des taux de croissance élevés, des taux d'intérêt réels faibles et des surplus budgétaires importants, ces pays ont pu baisser leur taux d'endettement de manière très substantielle. Ils ont donc bien respecté les critères du PSC. Là encore, le cadre de l'UEM de Maastricht est en cause car le PSC ne s'est occupé que de la convergence nominale au détriment de la convergence réelle. Par exemple, l'endettement privé a été sous-estimé. Or, la garantie implicite des dettes du secteur privé s'est traduite par l'augmentation extrême de l'endettement public lorsque les niveaux d'endettement privés sont devenus insoutenables et que les financements se sont arrêtés (« sudden stops »). L'Irlande, par exemple a renfloué le secteur privé de l'ordre de 70% du PIB.

C'est pour cette raison que les pays de la Zone Euro ont décidé de rajouter une jambe économique à la jambe monétaire de l'UEM. Depuis fin 2011, la Commission supervise les déséquilibres macroéconomiques afin de les prévenir et les corriger (Procédure des Déséquilibres Macroéconomiques).



Source : Eurostat, Macrobond, BSI Economics

### Le péché originel de la Zone Euro

En 1999, deux hypothèses avaient soutenu la logique de ne pas déléguer la politique budgétaire à un pouvoir supranational d'après Wolff (directeur de Bruegel) : (i) les gouvernements seraient en mesure d'emprunter sur les marchés financiers selon leurs besoins et (ii) le marché du crédit serait capable de partager les risques de manière efficace. Ces deux hypothèses ne tiennent plus désormais que les marchés financiers sont fragmentés en Europe. Les pays doivent mener des politiques procycliques d'austérité en pleine récession, aggravant la crise économique et souvent aussi l'endettement public<sup>6</sup>.

Cette situation existe car les marchés financiers peuvent discriminer les 17 titres souverains des pays de l'UEM entre eux en ajustant la prime de risque, souvent selon le degré de dette extérieure des économies<sup>7</sup>. L'augmentation des spreads des taux sur les obligations d'Etat à 10 ans avec le Bund allemand traduit parfaitement ce phénomène. Cette situation perdure alors même, que comparée à d'autres pays, la Zone Euro dans son ensemble a de meilleurs fondamentaux : par exemple, au pic de la crise, les Etats-Unis et le Royaume-Uni avaient un déficit de 11,5% du PIB alors que celui de la Zone Euro s'élevait à 6,5% (2009).

Ce phénomène qui touche la plupart du temps des pays en développement s'appelle le péché originel : comprendre le péché originel d'emprunter dans une monnaie sur lequel un pays émetteur de dette n'a pas de contrôle. De Grauwe montre en 2011 (graphique 4), dans un exemple resté fameux, que le Royaume-Uni emprunte des fonds moins cher que l'Espagne alors que l'endettement

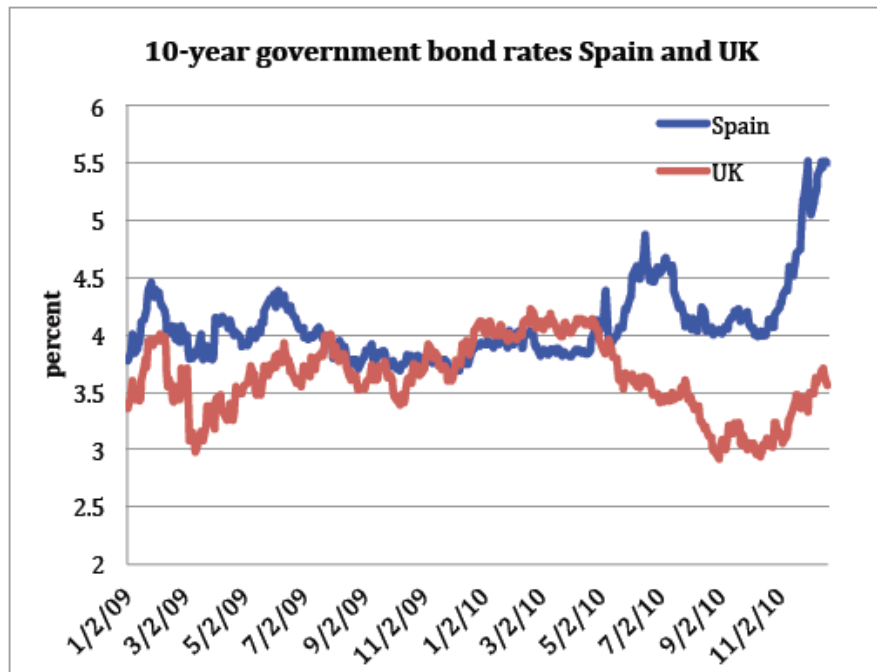
<sup>6</sup> Les multiplicateurs budgétaires sont très importants car la politique monétaire est très accommodante et les pays européens mènent tous des politiques de rigueur budgétaire simultanément (voir le papier de Blanchard (2013) sur le sujet).

<sup>7</sup> Au cours des années 2000, les pays qui ont connu des déficits courants (Europe du Sud principalement) ont dû s'endetter à l'étranger pour emprunter la différence, d'où une détérioration de leurs positions extérieures nettes (la position extérieure nette est le stock de créances et de dettes nettes d'un pays à l'égard du reste du monde). Chose qu'ils ont pu faire facilement grâce à l'intégration financière et mondiale.



public britannique est supérieur à l'espagnol. La raison tient simplement au fait que le Royaume-Uni a sa propre Banque Centrale et emprunte principalement en Livre Sterling, au contraire de l'Espagne.

Graphique 6. Le péché originel



Source: de Grauwe (2011), BSI Economics

### La schizophrénie des gouvernements de la Zone Euro

De manière simplifiée (nous aborderons la question de la gouvernance dans le prochain article), la réponse des pays de la Zone Euro a été de renforcer le PSC en interdisant tout déficit budgétaire structurel (partie discrétionnaire de la politique budgétaire). Malgré quelques améliorations notamment à travers une automatisation des sanctions, une supervision ex ante des budgets nationaux, une meilleure coordination des politiques économiques via le Semestre européen... cette réponse est assez schizophrénique.

D'une part, les dernières réformes de la gouvernance européenne, décidées par les Etats eux-mêmes et non pas imposées par l'Europe (en Europe, toutes les décisions se prennent plus ou moins par consensus et les Etats contrôlent toutes les étapes de la décision), empêchent l'usage de toute politique budgétaire nationale pour l'avenir (si toutefois l'ajustement budgétaire réussit dans les décennies à venir), les privant ainsi du seul outil dans leurs mains pour faire face à un choc asymétrique. D'autre part, ces mêmes Etats refusent l'intégration budgétaire supranationale qui permettrait de prendre le relais de la stabilisation budgétaire qui ne peut plus se faire au niveau national.

Cette incohérence apparente tient principalement aux réticences des opinions publiques européennes qui ne souhaitent pas aujourd'hui cette intégration très coûteuse en souveraineté nationale.

## Conclusion

Nous avons désormais conclu notre analyse du système économique et institutionnel de la Zone Euro tel que dessiné par Maastricht. Pour résumer, le cadre de l'UEM 1.0 de Maastricht semblerait inadapté et incohérent pour assurer un certain niveau d'efficacité économique.

L'hypothèse selon laquelle l'intégration budgétaire ne serait pas nécessaire en parallèle de l'intégration monétaire pour faire face aux besoins de stabilisation de chaque Etat s'est aussi révélée fautive. A noter que dans l'Histoire un tel arrangement institutionnel n'a jamais fonctionné de manière durable. Au-delà donc de l'efficacité moindre de la politique budgétaire pour stabiliser les cycles économiques (la politique monétaire a par ailleurs amplifié ces problèmes), le cadre dessiné par Maastricht s'est révélé incohérent et inadéquat. La réponse à la crise ne l'est pas forcément plus.

A l'heure actuelle il n'existe aucun mécanisme de stabilisation capable de contrer un choc asymétrique en Zone Euro : la viabilité de l'UEM est donc remise en cause. La seule possibilité aujourd'hui est la flexibilisation extrême des économies. Ce constat assez amer sur la Zone Euro plaiderait pour plus de souveraineté économique. Mais bien au contraire, il serait dans l'intérêt des Etats et peuples européens d'aller vers plus d'intégration économique et politique. C'est ce que nous allons tenter d'expliquer dans la dernière partie de cette série.

**Simon Ganem**

## Références bibliographiques :

Buti, M. and A. Sapir (1998). *Economic Policy in EMU: a Study by the European Commission Services*. Clarendon Press: Oxford.

Chari, V. and P. Kehoe (1998). *On the need for fiscal constraints in a monetary union*. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 589.

Cimadomo, J. (2008). *Fiscal policy in real time*, ECB Working Paper No. 919.

Delors, J. (2013). *Economic Governance in the European Union: Past, Present and Future*, *Journal of Common Market Studies*, Volume 51, Issue 2, pages 169–178.

Dullien, S. and D. Schwarzer (2008). *Bringing macro-economics into the EU budget debate: Why and How?*

Ganem, S. (2014), *La stabilisation macroéconomique en Zone Euro (I)* . BSI Economics.

Goodhart, C. and S. Smith (1993). *Stabilization*. *European Economy - Reports and Studies No. 5*, 417-455.

de Grauwe, P. (2011). *A Fragile Eurozone in Search of a Better Governance*. CESIFO WORKING PAPER NO. 3456.

Lequillerier, V. (2012). Le long et tumultueux chemin de la stabilité financière en zone euro . BSI Economics.

Wolff, G. (2012). A budget for Europe's monetary union. Bruegel Policy Brief Contribution. Issue 2012/22.

Wren-Lewis, S. (2011). Comparing the Delegation of Monetary and Fiscal Policy. Discussion Paper 540, Department of Economics, Oxford University.

Wyplosz, C. (2011). Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences. NBER conference on "Fiscal Policy after the Financial Crisis", Milano, September 12-13