

**CONCOURS EXTERNE POUR L'ACCÈS AU GRADE  
D'INSPECTEUR DES FINANCES PUBLIQUES**

**ANNÉE 2017**

---

**ÉPREUVE ÉCRITE D'ADMISSIBILITÉ N°1**

*Durée : 4 heures - Coefficient : 7*

---

**Note de synthèse**

---

*Toute note inférieure à 5/20 est éliminatoire.*

---

***Recommandations importantes***

*Le candidat trouvera au verso la manière de servir la copie dédiée.*

*Sous peine d'annulation de sa copie, le candidat ne doit porter aucun signe distinctif (nom, prénom, signature, numéro de candidature, etc.) en dehors du volet rabattable d'en-tête.*

*Il devra obligatoirement se conformer aux directives données.*



**Tournez la page S.V.P**

**Le candidat devra compléter l'intérieur du volet rabattable des informations demandées et se conformer aux instructions données**

**Nom de naissance**


**Prénom usuel**

**Jour, mois et année**


**Signature obligatoire**

**Numéro de candidature**


*Nom : \_\_\_\_\_*  
*Prénom : \_\_\_\_\_*  
*Date de naissance : \_\_\_\_\_*  
*N° de candidature : \_\_\_\_\_*  
*(si absence de code barre)*  
*Signature : \_\_\_\_\_*




Faire comme ceci



Ne pas faire



ÉTIQUETTE D'IDENTIFICATION



Axe de lecture code à barres candidat

**À compléter par le candidat**

**Ne rabattre le cache qu'en présence d'un membre de la commission de surveillance**

Concours externe - interne - professionnel - ou examen professionnel <sup>(1)</sup>  
<sup>(1)</sup> Rayer les mentions inutiles

**Concours externe**

Pour l'emploi de : **Inspecteur des Finances publiques**

Épreuve n° : **1**

Matière : **006**

Date : **0 5 0 9 2 0 1 6**

Nombre d'intercalaires supplémentaires :  

**Préciser éventuellement le nombre d'intercalaires supplémentaires**

### À L'ATTENTION DU CANDIDAT

En dehors de la zone d'identification rabattable, les copies doivent être totalement anonymes et ne comporter aucun élément d'identification tel que nom, prénom, signature, paraphe, localisation, initiale, numéro, ou toute autre indication même fictive étrangère au traitement du sujet.

Il est demandé aux candidats d'écrire et de souligner si nécessaire au stylo bille, plume ou feutre, de couleur noire ou bleue uniquement. Une autre couleur pourrait être considérée comme un signe distinctif par le jury, auquel cas la note de zéro serait attribuée. De même, l'utilisation de crayon surligneur est interdite.

Les étiquettes d'identification codes à barres, destinées à permettre à l'administration d'identifier votre copie, ne doivent être détachées et collées dans les deux cadres prévus à cet effet qu'en présence d'un membre de la commission de surveillance.

**Suivre les instructions données pour les étiquettes d'identification**

**NOTE / 20**

### RÉSERVÉ À L'ADMINISTRATION


#### À L'ATTENTION DU CORRECTEUR

**Pour remplir ce document :**


Utilisez un stylo ou une pointe feutre de couleur **NOIRE** ou **BLEUE**.

**EXEMPLE DE MARQUAGE :**

Faire comme ceci



Ne pas faire



Pour porter votre note, cochez les gélules correspondantes.

Reportez la note dans les zones **NOTE / 20** et dans le cadre **A**

En cas d'erreur de codification dans le report des notes cochez la case **erreur** et reportez la note dans le cadre **B**.

#### Cadre A réservé à la notation

20	19	18
17	16	15
14	13	12
11	10	09
08	07	06
05	04	03
02	01	00
<b>Décimales</b>		
,00	,25	,50

#### Cadre B réservé à la notation rectificative

20	19	18
17	16	15
14	13	12
11	10	09
08	07	06
05	04	03
02	01	00
<b>Décimales</b>		
,00	,25	,50
<b>Erreur</b>		

**NOTE / 20**

**EN AUCUN CAS, LE CANDIDAT NE FERMERA LE VOLET RABATTABLE AVANT D'Y AVOIR ÉTÉ AUTORISÉ PAR LA COMMISSION DE SURVEILLANCE**

## **SUJET**

### **NOTE DE SYNTHÈSE**

Code matière : 006

À l'aide des seuls documents joints, vous réaliserez une note de synthèse présentant, dans un premier temps, les causes de la crise économique dans la zone euro et, dans un second temps, les voies de sortie possibles de cette crise.

Vous rédigerez ensuite une courte note (2 pages environ) dans laquelle, en vous appuyant sur l'actualité récente et sur vos connaissances personnelles, vous envisagerez l'avenir de l'Union européenne dans ce contexte de crise économique.

## Liste des documents

**Document 1** Comment la zone euro en est-elle arrivée là ? (3 pages)

Source : Alternatives économiques n° 289

Auteur : Guillaume DUVAL – mars 2010

**Document 2** Extrait – La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle (3 pages)

Source : École d'économie de Toulouse – Revue de la stabilité financière de la Banque de France

Auteur : Jean TIROLE – avril 2012

**Document 3** Extraits – L'ajustement des déséquilibres en zone euro (4 pages)

Source : Rencontres économiques – Ministère de l'Économie et des Finances

Auteur : Claire WAYSAND – 11 décembre 2012

**Document 4** Extraits – Les causes de la crise de la zone euro (1 page)

Source : Le portail de l'Économie et des Finances 2013

**Document 5** Extrait – Sortir d'une crise économique – Le mode d'emploi de Krugman (4 pages)

Source : Économie – Essais § débats

Auteur : Thibault LE TEXIER – 2 juillet 2013

**Document 6** Données statistiques de la zone euro (2 pages)

Source : EUROSTAT 2012 à 2014

**Document 7** Le rapport des cinq présidents présente un plan pour renforcer l'Union économique et monétaire européenne à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2015 (4 pages)

Source : Commission européenne – communiqué de presse – 22 juin 2015

**Document 8** Ces méthodes qui ont sorti l'Islande de la crise (2 pages)

Source : BFM BUSINESS – 13 octobre 2015

**Document 9** Extraits – Quelle stratégie pour le rééquilibrage de la zone euro ? (2 pages)

Source : OFCE – Sciences Po

Auteurs : Sébastien VILLEMOT et Bruno DUCOUDRÉ – 5 janvier 2016

**Le fonds documentaire comporte 25 pages.**

# Comment la zone euro en est-elle arrivée là ?

Guillaume Duval

*Alternatives Économiques* n° 289 - mars 2010

**La divergence entre les dynamiques économiques des pays de la zone est, pour une large part, à l'origine des difficultés actuelles. Explications.**

Les graves problèmes que rencontrent actuellement la zone euro du fait des difficultés de la Grèce, mais aussi de l'Espagne, de l'Irlande et du Portugal, sont liés aux divergences persistantes entre les dynamiques économiques des différents pays. Et à l'insuffisance des moyens dont on dispose pour l'instant afin de les contrôler et les limiter. Pour le comprendre, il faut revenir aux origines de la monnaie unique.

Depuis le début des années 1970 et le flottement du dollar, les États engagés dans la construction européenne avaient souhaité mettre en place entre eux un système de changes fixes, plus propice au développement des échanges et des investissements. Ce sera le cas avec la création du serpent monétaire européen, en 1972, puis du système monétaire européen, en 1979. L'Acte unique de 1986 libéralisant la circulation des capitaux ouvrait un boulevard à la spéculation. Il rendait donc urgent d'aller plus loin en mettant en place une monnaie unique.

Mais les résistances restaient fortes, en particulier en Allemagne. Non seulement le Deutschemark (DM) était un symbole de la prospérité et de la stabilité retrouvées du pays, mais l'Allemagne n'avait pas d'intérêt immédiat à renoncer à sa monnaie. La domination qu'exerçait le DM en Europe, permettait à l'Allemagne de mener sa politique monétaire de manière autonome. Il faudra la chute du mur pour changer la donne : en échange du soutien de ses voisins à la réunification, l'Allemagne acceptera de construire une monnaie unique, en gage de son ancrage européen.

## **Maastricht et la convergence**

Cet accord se traduit par le traité de Maastricht, négocié en 1992, qui sera (difficilement) ratifié par référendum en France en 1993. Ce traité impose des conditions strictes aux États qui voudront entrer dans la future union monétaire; ce sont les fameux critères de convergence : l'inflation ne doit pas excéder de plus de 1,5% celle des trois pays où elle est la plus faible ; les déficits budgétaires doivent être inférieurs à 3% du produit intérieur brut (PIB); l'endettement public ne doit pas dépasser 60% du PIB ; les taux d'intérêt à long terme ne doivent pas excéder de 2% celui des trois pays membres où ils sont les plus faibles ; et le pays ne doit pas avoir procédé à une dévaluation dans les deux années précédant son intégration à l'union monétaire.

Comme le montrent les problèmes actuels (nous y reviendrons), ces critères n'étaient pas dépourvus de sens : pour vivre avec une monnaie commune, il faut en effet que les taux d'inflation des différents pays membres soient proches. Il est nécessaire également de s'assurer que les États soient capables de maintenir une discipline budgétaire, car sinon la dérive des finances publiques d'un pays pourrait affecter la valeur de la monnaie commune et donc la santé économique de toute la zone. On le voit bien actuellement avec la Grèce. Mais dans le contexte de la récession de 1993, ces critères de convergence se sont révélés très handicapants : alors qu'il aurait fallu soutenir l'activité en laissant filer les déficits publics, ils poussaient à des politiques économiques restrictives. Celles-ci empêcheront d'ailleurs la croissance économique de repartir en Europe jusqu'à la fin des années 1990.

En 1997, arrive cependant enfin l'heure de vérité : le choix des pays qui entreront dans l'euro. L'Allemagne plaide pour une application stricte des critères de convergences, mais l'Espagne et l'Italie font le *forcing* pour intégrer d'emblée la zone, et la France les soutient. Les pays du sud de l'Europe y ont un intérêt économique (en particulier des taux d'intérêt plus bas), mais c'est aussi une question politique : ne pas être marginalisés par rapport à la construction européenne et réaffirmer

leur ancrage démocratique pour ceux d'entre eux sortis il y a peu de la dictature. Au final, l'Allemagne cède. Elle accepte, après des débats internes houleux, d'ouvrir les portes de l'euro au "club Med", comme on disait alors souvent, de façon méprisante, outre-Rhin. L'euro ne sera institué officiellement que le 1er janvier 1999, mais depuis 1997 tout se passe en réalité comme s'il existait déjà, puisque les taux de change entre les différentes monnaies sont définitivement figés. La Grèce ne sera cependant admise que plus tard, en 2001.

La dynamique qui va conduire à la crise actuelle se met en place à ce moment-là. Si tous les pays ont fait le forcing pour entrer dans l'euro, c'était notamment pour faire bénéficier leurs acteurs économiques (État, entreprises, ménages) de taux d'intérêt plus bas que ceux auxquels ils pouvaient prétendre avec leur monnaie nationale. Et cela fonctionne : avant même le lancement officiel de l'euro, les taux d'intérêt convergent à la baisse vers les niveaux allemands. Seulement, parallèlement, de légères différences d'inflation subsistent, même si la hausse des prix est, elle aussi, orientée partout vers le bas. Résultat : en mettant les compteurs à 100 en 1997, le niveau des prix était monté à 146 en Grèce en 2009 et à 139 en Espagne, tandis qu'il n'était qu'à 119 en Allemagne et 122 en France...

### **Des taux d'intérêt plus bas**

Or, depuis 1999, il n'existe plus qu'un seul taux d'intérêt à court terme fixé par la BCE, la Banque centrale européenne. Et il est le même pour tout le monde. Du coup, on se retrouve dans une situation paradoxale : avant l'euro, l'Allemagne bénéficiait des taux d'intérêt réels les plus bas (une fois l'inflation déduite) ; après, c'était au contraire la Grèce, l'Irlande et l'Espagne parce que leur taux d'inflation restait plus élevé que celui de l'Allemagne ou de la France. Les taux d'intérêt réels ont même été négatifs dans ces pays pendant plusieurs années. Autrement dit : ceux dont les revenus suivaient l'inflation voyaient leur dette fondre toute seule au fil du temps... Sympa, non ? Et la BCE n'y pouvait rien : elle est obligée de raisonner au niveau de l'ensemble de la zone et ne dispose d'aucun instrument pour différencier sa politique pays par pays.

C'est pour cela qu'on a assisté aux dérives qui ont conduit aux problèmes actuels. L'État grec s'est endetté à tour de bras puisque cela ne lui coûtait pas cher en termes d'intérêts. Tout en magouillant avec Goldman Sachs pour masquer cette dette aux yeux de Bruxelles. En Espagne, en Irlande et au Portugal, ce sont en revanche surtout les acteurs privés (les ménages et les entreprises) qui ont entassé les crédits sans vergogne. Mais, au final, le résultat n'est pas très différent : ces pays sont aujourd'hui surendettés.

Grâce à cette facilité, ils ont cessé d'épargner et se sont mis à consommer plus qu'ils ne produisaient. Avec comme conséquence le creusement progressif de déficits extérieurs abyssaux : 12 points de PIB pour la Grèce en 2008, 10 pour le Portugal et 9 pour l'Espagne. Et cela d'autant plus que le différentiel d'inflation ne cessait parallèlement de dégrader leur compétitivité-coût par rapport aux producteurs du reste de la zone. *A contrario*, le dynamisme interne de l'économie allemande était freiné par des taux d'intérêt réels non négligeables. Mais elle se rattrapait sur les exportations : ses excédents extérieurs, réalisés aux deux tiers au sein de l'Union européenne, n'ont pas arrêté de gonfler...

La dérive des finances publiques grecques a été masquée par les artifices du gouvernement hellénique, mais celle des finances privées portugaises, espagnoles ou irlandaises n'a posé problème à personne : le pacte de stabilité censé permettre aux institutions européennes de contrôler la situation dans la zone ne prévoit aucune surveillance de ces indicateurs, pas plus que des déficits et/ou des excédents extérieurs.

### **L'austérité pour tous**

Au-delà de la dimension spéculative de la crise actuelle, il existe donc bien un réel problème de surendettement et de perte de compétitivité dans plusieurs pays. Mais quand une telle situation existe au sein d'une zone monétaire unifiée, il n'est pas aisé d'en sortir. En effet, avant l'euro, il suffisait de dévaluer sa monnaie pour corriger le tir : tous les habitants du pays se retrouvaient d'un

coup plus pauvres, mais aussi plus compétitifs vis-à-vis des voisins. C'était brutal, mais finalement relativement indolore. Et assez égalitaire aussi puisque tout le monde était touché de la même façon.

Mais au sein de la zone euro ce n'est plus possible. Et sortir de l'euro serait une option beaucoup trop coûteuse : les taux d'intérêt flamberaient brutalement, les dettes contractées en euros pèseraient encore plus lourd après qu'avant puisque la monnaie devrait être dévaluée par rapport à l'euro... Il faut donc rester et s'ajuster, c'est-à-dire faire baisser les salaires, les prestations sociales, les dépenses publiques, les prix... A l'instar de ce que l'Union européenne demande aujourd'hui aux Grecs. C'est forcément un processus beaucoup plus lent et douloureux qu'une dévaluation. C'est aussi un processus nécessairement plus conflictuel : tous les groupes sociaux essaient de limiter leur part du fardeau alors que la dévaluation réglait la question plus simplement.

Cela signifie enfin que ces pays, très dynamiques au cours des années récentes, vont durablement connaître une croissance très lente. Pour limiter l'impact sur l'activité de l'ensemble de la zone, il faudrait qu'en contrepartie d'autres prennent le relais. En particulier les pays qui, comme l'Allemagne mais aussi les Pays-Bas, dégagent des excédents extérieurs importants devraient relancer leur demande intérieure. On n'en prend pas le chemin : non seulement les instances européennes veulent imposer l'austérité à la Grèce, à l'Espagne, au Portugal et à l'Irlande, ce qui est compréhensible au vu de leur situation, mais elles demandent également à l'Allemagne et à la France d'adopter elles aussi des politiques restrictives. Ça ne va pas le faire, comme on dit aujourd'hui...

On bute là sur une des incertitudes majeures que soulève cette crise pour l'avenir. Non seulement le sauvetage à court terme de la Grèce pose encore des problèmes inextricables en l'état actuel des traités européens, mais en plus il serait nécessaire de changer en profondeur l'architecture de la zone pour surmonter les dysfonctionnements qui ont conduit à la crise. Il faudrait en effet se doter d'un budget européen de taille significative et donner aux institutions communes la capacité de s'endetter. Il faudrait une harmonisation fiscale poussée qui évite le dumping fiscal et la dégradation tendancielle des comptes publics. Il faudrait aussi une autorité centrale qui soit suffisamment légitime et reconnue pour obliger les États à adopter des politiques économiques conformes à l'intérêt commun de la zone. Or, pour l'instant, malgré la gravité du coup de semonce grec, personne ne semble prêt à une telle refonte de l'architecture de la zone. Aussi longtemps qu'il en sera ainsi, les crises de ce type risquent de se renouveler et la question de la survie de l'euro de se poser...



## La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle

Banque de France • Revue de la stabilité financière • N° 16 • Avril 2012

**JEAN TIROLE\*** *Directeur scientifique de l'Institut d'économie Industrielle (IDEI) et Coordinateur de projet à l'Institute for Advanced Study in Toulouse (IAST)*  
*Président du Conseil d'administration*  
*École d'Économie de Toulouse*

*Le débat sur la crise de l'euro s'est concentré de manière compréhensible sur le court terme. Il était essentiel d'éviter un désastre imminent et les questions de viabilité à long terme ont souvent été négligées ; toutefois, l'échec institutionnel de la zone euro nous oblige à reconsidérer les dispositifs actuels, afin d'en restaurer la crédibilité et la pérennité. L'article analyse différentes voies de réforme de la gouvernance globale, de la gestion budgétaire à la régulation bancaire, en passant par les récentes propositions visant à mutualiser et restructurer une partie des dettes souveraines sous forme de dette supranationale et à introduire la notion de responsabilité conjointe et solidaire.*

Pour réfléchir à l'avenir de la zone euro et des zones monétaires en général, il est utile de revenir sur l'analyse de deux causes bien connues, mais essentielles de la crise de la zone euro.

### Une crise de la dette et de la compétitivité

Faute d'une stratégie économique globale intégrée, les pays de la zone euro ne se sont pas développés au même rythme. Les pays du sud de l'Europe, qui n'ont pas réussi à mener à bien les réformes nécessaires (marché du travail, retraites, amélioration de la compétitivité, organisation de la collecte des impôts...) – ou qui n'ont pas essayé – et ont laissé les salaires augmenter bien plus rapidement que la productivité, ont vu leur compétitivité baisser fortement au cours de la dernière décennie. Si la balance commerciale de la zone euro est globalement équilibrée, la compétitivité des « GIIPS » (Grèce, Irlande, Italie, Portugal et Espagne) a diminué de 20 à 30 % par rapport à l'Allemagne depuis 10 ans.

L'essentiel des échanges commerciaux s'effectuant au sein de la zone euro, les pays du Sud de l'Europe ont accumulé d'importants déficits commerciaux, qui ont eu pour effet de soulever la question de la soutenabilité de leur dette. Les options sont peu nombreuses. La *déévaluation nominale* (forte inflation et dévaluation), moyen habituellement utilisé par un pays surendetté pour restaurer sa compétitivité et éviter un « défaut » (ou du moins un défaut formel, l'inflation étant une forme d'expropriation) ne saurait être envisagée dans une union monétaire. Une *désinflation compétitive*, consistant en une forte réduction des prix et des salaires, exigerait une importante coordination au sein de chaque pays et aurait peu de chances d'être mise en oeuvre dans les pays du Sud de l'Europe. Enfin, une *déévaluation fiscale* (par exemple sous la forme d'une hausse de la TVA et d'une baisse des cotisations sociales) exigerait d'augmenter de manière significative les impôts dans des pays déjà souvent exposés à l'évasion fiscale.

Parallèlement, il serait difficile à un pays de sortir de la zone euro : à court terme, une telle décision déclencherait immédiatement une panique bancaire.

De plus, l'État concerné pourrait éprouver certaines difficultés à payer les retraites et les salaires des fonctionnaires, même en cas de défaut. À plus long terme, le pays perdrait l'avantage induit par une association à des pays considérés comme plus fiables.

### Des institutions européennes faibles

La procédure de déficit excessif prévue par le Traité charge la Commission européenne (avec l'accord des commissaires européens) de contrôler le respect des plafonds de 3 % pour le déficit budgétaire et de 60 % pour la dette publique par les États. Mais c'est en réalité le Conseil Ecofin qui décide en dernier ressort si un déficit est ou non excessif.



Le Conseil n'exerce toutefois pas une pression suffisante : contrairement au FMI, par exemple, le conseil Ecofin est une institution très politique qui est donc à la fois juge et partie. De ce fait, aucune sanction n'a jamais été appliquée.

Le penchant politique au « laissez-faire » est tout à fait compréhensible. En premier lieu, un pays membre aurait peu à gagner à vouloir absolument imposer une stricte discipline à un autre pays membre qui ne respecte pas les règles communes : les règles de décision en vigueur font que ce premier pays aurait peu de chances d'imposer ses vues aux seize autres membres de la zone euro ; à l'inverse, ce pays pourrait s'aliéner le pays en infraction en manifestant une position hostile à son égard. En second lieu, les bénéfices politiques immédiats peuvent prendre le pas sur l'objectif de conserver la crédibilité des engagements ; la volonté délibérée de l'Europe d'ignorer les artifices comptables de la Grèce et de l'Italie (très bien décrits, notamment par Eurostat) pour que ces pays puissent intégrer la zone euro en est un parfait exemple. En troisième lieu, les pays qui respectent les règles peuvent considérer qu'ils bénéficieront d'une indulgence similaire, le jour venu. Il est intéressant de noter que la France et l'Allemagne elles-mêmes ont enfreint ces règles en 2003. Ainsi, les comportements de cavalier clandestin (*free riding*), les agendas politiques et les compromis entre États concourent à ce que la menace de sanctions soit vaine.

L'adoption de sanctions *a posteriori* exige non seulement du courage, mais aussi un peu de réflexion. Les sanctions financières sont souvent inappropriées, dans la mesure où elles accroissent la pression financière au moment où le pays concerné se débat déjà dans les difficultés. C'est à ce titre que P. de Grauwe (2011) critique la politique de taux punitive du Fonds européen de stabilité financière (FESF). On peut comprendre la volonté d'éviter un recours excessif à l'emprunt.

Toutefois, de même que les sanctions prévues par le Pacte de stabilité et de croissance (jamais appliquées) aggravent les déficits lorsque les pays ne parviennent plus à les maîtriser, des taux d'intérêt élevés ont un effet amplificateur sur la dette. La difficulté à imposer des sanctions financières est également bien connue dans le domaine de la régulation prudentielle : on n'exige pas des banques en difficulté qu'elles paient une assurance-dépôts reflétant le risque de la banque, ou qu'elles s'acquittent de taux d'escompte exorbitants, parce qu'il est admis que des taux d'assurance-dépôts trop importants ou des taux d'intérêt trop élevés aggraveraient leur problème de solvabilité au lieu de le résoudre. Ces banques voient plutôt leur liberté d'action limitée et leur bilan réduit ; un bon exemple en est le *FDIC Improvement Act* de 1991 aux États-Unis, qui précise dans quelle mesure l'autonomie opérationnelle d'une banque est réduite en cas de diminution de ses fonds propres. De même, comme cela se pratique habituellement dans le cadre des programmes du FMI (ainsi que dans les programmes gérés par la « troïka » UE, BCE et FMI en Europe), les pays en difficulté devraient voir leur souveraineté réduite plutôt que de subir des sanctions financières : leurs finances publiques devraient être surveillées de près et des réformes structurelles permettant une amélioration de la compétitivité, tout en protégeant la partie la plus pauvre de la population, devraient être exigées. Il va sans dire qu'une telle ingérence est politiquement difficilement acceptable et se heurte à une résistance souvent couronnée de succès, sauf lorsque le pays concerné est au bord du gouffre et accepte des conditions du type de celles imposées par le FMI. Les institutions européennes ont également fait preuve d'un manque d'efficacité durant la crise actuelle. Au-delà des tentatives visant à imputer la responsabilité de la crise à d'autres acteurs (les agences de notation et les spéculateurs, ce qui ne contribue pas à renforcer la confiance des investisseurs), des tests de résistance (*stress tests*) bancaires trop indulgents (Dexia a été considérée comme solvable juste avant de faire défaut), et d'une perte de crédibilité résultant des déclarations ambiguës quant à la détermination inébranlable à honorer pleinement les engagements souverains et à l'exclusion de toute participation du secteur privé avant le défaut de la Grèce le 21 juillet 2011, deux problèmes récurrents doivent être analysés :

### **Gagner du temps**

Larry Summers, citant Daniel Ellsberg, qui avait rendu public les dossiers du Pentagone durant la guerre du Vietnam pour dénoncer l'indécision du gouvernement américain, souligne à juste titre les

similitudes avec le processus de décision européen à l'occasion de la crise de l'euro : « *À chaque moment décisif [les responsables politiques] ont limité leur intervention au minimum nécessaire pour éviter un désastre imminent – et tenu des discours optimistes, mais sans jamais prendre les décisions dont ils étaient eux-mêmes convaincus qu'elles offraient des perspectives de victoire décisive. Ils ont été pris de manière tragique dans une sorte de no-man's-land – incapables d'abandonner une voie dans laquelle ils s'étaient tellement engagés, mais également incapables de faire preuve de la volonté politique permettant de prendre les mesures qui auraient offert une perspective réaliste de succès* ». Le sommet du 9 décembre 2011 était le quinzième en vingt-deux mois. Les participants (c'est du moins ce qui ressort des décisions prises) se sont dans l'ensemble concentrés sur l'objectif à court terme, qui était d'éviter un effondrement imminent. Des progrès ont toutefois été réalisés au cours de ce sommet.

### **Une allocation ambiguë des risques**

L'autre question que les responsables politiques européens n'ont pas su trancher est celle du partage de la « facture » en cas de défaut souverain. Le secteur public doit-il couvrir les pertes ou faut-il obliger le secteur privé à participer à l'effort (*private sector involvement* – PSI) ?

Avant le défaut de la Grèce, le sentiment général était qu'un tel scénario ne pouvait pas se produire, dans la mesure où il était généralement admis que l'Europe assurerait le sauvetage des pays en difficulté ; en effet, jusque là, l'Europe était régie par un principe implicite de responsabilité conjointe et solidaire. La préservation par les superviseurs prudents de la pondération zéro des risques souverains a encore renforcé la conviction des institutions financières que la dette souveraine des États de la zone euro était parfaitement sûre. Le défaut de la Grèce, comme celui de Lehman Brothers en 2008, a été l'occasion d'une prise de conscience : le sentiment très largement partagé d'une absence totale de risque sur les dettes souveraines était en réalité infondé. La question de la participation du secteur privé fait toujours l'objet d'un intense débat. Décider qui règlera la facture ne consiste pas seulement à opérer une redistribution entre le public et le privé. En premier lieu, l'ambiguïté crée d'importantes occasions de spéculation. Des écarts de rendement de 6 ou 10 % offrent des opportunités substantielles de profit, si toute participation du secteur privé est exclue *ex post*, tandis que le risque souverain expose les intermédiaires financiers à de fortes pertes si les responsables politiques décident à l'inverse de faire participer le secteur privé. Cette situation pose des problèmes considérables aux régulateurs bancaires chargés de déterminer quelle pondération du risque doit être appliquée aux obligations souveraines détenues par les banques. En particulier, la pondération nulle ou très faible du risque souverain actuellement en vigueur peut encourager des banques en difficultés à investir dans des obligations souveraines risquées pour parier sur un redressement.

En second lieu, les discussions conduites sur ce thème sont insuffisamment structurées. Si des arguments pertinents sont échangés, la perspective d'ensemble fait généralement défaut. On passe d'arguments *ex post*, selon lesquels la participation du secteur privé aggrave les difficultés de refinancement des pays surendettés à des arguments *ex ante* selon lesquels la mise en oeuvre *ex post* de la solidarité entre les États crée un aléa moral.

[...]

### Document 3

Rencontres économiques – L’ajustement des déséquilibres en zone euro – 11 décembre 2012

Claire WAYSAND

*Directrice générale adjointe du Trésor, chef économiste du ministère de l’Économie et des Finances*

[...]

#### Les origines de la crise de la zone euro

Aux origines de la crise : une augmentation de l’endettement public et privé...

**Au cours des années 2000, l’endettement des économies des pays développés a considérablement augmenté.** Cet endettement était facilité par le contexte conjoncturel de l’époque, qui conjugait des liquidités abondantes avec une insuffisance des mécanismes de régulation et de supervision. Ce contexte a favorisé une augmentation de l’endettement des grandes zones économiques développées, public comme privé. La zone euro n’est de ce point de vue pas dans une situation exceptionnelle. L’endettement privé de la zone euro, prise dans son ensemble, reste inférieur en 2012 à celui des États Unis ou du Japon, tandis que l’endettement - public atteint des niveaux comparables à ceux que connaissent le Royaume-Uni ou les États-Unis, mais demeure en deçà des niveaux rencontrés par le Japon. Ainsi, les fondamentaux de la zone euro prise dans son ensemble sont comparables à ceux des autres grandes zones économiques développées.

... avec de grandes divergences entre les États membres

**Néanmoins, la situation d’ensemble de la zone euro masque de grandes divergences entre les situations des États qui la composent.** Ces divergences sont visibles, lorsque l’on examine les balances courantes de chacun d’entre eux, qui reflètent les capacités (balance excédentaire) ou besoin (balance déficitaire) de financement. Ainsi, l’Allemagne a enregistré de forts excédents courants, quand le Portugal, l’Espagne, et la Grèce ont été fortement déficitaires. Cette persistance de situation de besoins ou de capacités de financement se traduit par des positions extérieures nettes (PEN) divergentes : négatives au Portugal, en Espagne et en Grèce, qui sont donc en situation d’endettement net vis-à-vis du reste du monde, positive en Allemagne, qui tient un rôle de créancier. Concernant la France, sa position est proche de l’équilibre et de la moyenne de la zone euro, avec une balance courante légèrement déficitaire et une PEN faiblement négative.

**Par ailleurs, des différences s’observent également au sein de la zone euro au niveau des dynamiques de progression salariale.** En effet la Grèce, l’Irlande et l’Espagne ont connu des progressions de coûts salariaux unitaires très supérieures à la moyenne européenne. Avec des évolutions de salaires supérieures à la productivité du travail, ces économies ont connu une dégradation de leur compétitivité relative, donc un creusement des déficits commerciaux et un accroissement de leurs besoins d’entrée de capitaux.

Les raisons des déséquilibres entre les États membres

Ces déséquilibres constatés entre les États membres de l’UE ont deux raisons principales :

- une augmentation de l’endettement privé, survenue plus fortement dans certains pays que dans d’autres – notamment en Espagne et en Irlande, où elle s’est faite en lien avec une bulle immobilière ;
- une augmentation de l’endettement public. Dans certains pays, des déficits budgétaires ont été accumulés, résultat de politiques trop expansives, dans d’autres les soldes publics corrigés du cycle, ou soldes structurels, apparaissent désormais avoir été très dégradés avant la crise – comme en Espagne, dont la situation budgétaire reposait notamment sur des recettes immobilières qui se sont, *a posteriori*, révélées intenable. La crise financière a en outre aggravé l’endettement public – en particulier lorsque d’importants besoins d’intervention publique pour recapitaliser le système bancaire se sont faits jour.

[...]

### Autre cause de la crise : l'aveuglement des investisseurs

Durant une dizaine d'années – entre 1999 et 2009 – la plupart des investisseurs ont été myopes face aux risques qu'impliquaient les politiques menées par certains pays européens. Les économistes n'ont eux aussi que progressivement réalisé que certains des phénomènes observés dépassaient les mécanismes de convergence entre États membres, et pouvaient résulter en des situations intenable. Initialement, la capacité des économies à moindre niveau de PIB/habitant à financer des déficits courants grâce à des financements, dont l'augmentation était largement liée aux exportations de capitaux d'autres économies de la zone euro, était perçue comme témoignant du bon fonctionnement de la zone – dans laquelle les économies les plus riches favorisaient le développement des économies les moins développées.

Ainsi, durant toute cette période, le « *spread* » – c'est à dire l'écart - - entre les conditions de financement des pays de la zone euro – est resté très proche de zéro. Avec la crise financière, ces risques ont été réévalués et le financement de certains pays de la zone euro est désormais devenu très dépendant de l'intervention publique. Les divergences entre États européens se sont creusées, car certains d'entre eux se trouvent coupés des marchés financiers, quand d'autres se financent avec des taux d'emprunt très bas. Ainsi, le taux d'emprunt de la France à 10 ans est passé début décembre 2012 en dessous de la barre des 2 %.

[...]

En résumé, les principales causes de la crise économique et financière que traverse actuellement la zone euro sont à relier à un certain nombre de faiblesses de la zone euro avant la crise :

- **la faiblesse du cadre de surveillance budgétaire en zone euro et l'absence de surveillance des déséquilibres macroéconomiques ;**
- **une discrimination insuffisante des investisseurs ;**
- **l'absence de mécanismes efficaces de réponse à la crise.**

### **Quelles voies de sortie de crise pour la zone euro ?**

La sortie de crise pour la zone euro passe à la fois par des actions au niveau national et au niveau européen et multilatéral. Il est en outre urgent de refonder les modes de fonctionnement de l'union économique et budgétaire européenne, car seule une telle refondation empêchera de nouvelles crises de cette ampleur.

### Quelles actions au niveau national ?

Les pays les plus affectés par la crise – le Portugal, la Grèce, l'Irlande et l'Espagne, c'est-à dire ceux dont la PEN est la plus négative – sont engagés dans des politiques nationales, nécessaires mais très douloureuses, de résorption des déséquilibres. En effet, dans une zone monétaire, l'ajustement doit se faire par des ajustements à la baisse de la demande intérieure et des prix. Ceci s'accompagne de taux de chômage parfois très élevés. Les ajustements à mener seraient toutefois encore plus douloureux en l'absence de mécanismes de solidarité, qui permettent d'apporter des financements grâce auxquels la transition est plus étalée – les Européens ont en particulier mis en place des caisses de solidarité européennes.

Les pays sont engagés dans des consolidations budgétaires et dans des programmes de réformes structurelles afin d'augmenter leur potentiel de croissance. L'effet de ces ajustements se manifeste sur l'économie réelle, sous forme de récessions qui rendent l'ajustement plus difficile. Il a dans ce contexte été décidé de proroger d'un an les dates butoirs de réduction des déficits à 3 % pour l'Espagne et le Portugal.

Des ajustements sont cependant en cours. Ainsi, en Espagne et en Irlande, les coûts salariaux unitaires diminuent progressivement. De même, ces pays rétablissent peu à peu leurs comptes extérieurs, visant de la sorte à réduire leur dépendance à des financements externes. Cet ajustement se traduit par un ajustement à la baisse de la demande intérieure, liée à la récession que ces pays

traversent, mais également, ce qui est évidemment plus positif, par de meilleures performances des exportations – notamment pour l'Espagne. **Cette phase d'ajustement est indispensable, car sans elle tout retour à l'équilibre économique serait impossible. En particulier, les pays doivent restaurer leur compétitivité.** Ceci peut cependant prendre des formes diverses. Ainsi, des évolutions nominales moins dynamiques que dans le reste de la zone euro favorisent des baisses relatives de salaires nominaux, tandis qu'une augmentation plus forte de la productivité aide l'ajustement des coûts salariaux unitaires.

### Comment agir au niveau européen ?

L'action européenne a consisté à la fois en la mise en place de « pare feu » et en une action plus structurelle pour poser de nouveaux fondements à l'Union économique et monétaire.

Afin de soutenir les efforts des Etats membres, des mécanismes ont été mis en place au niveau européen : MESF, FESF, puis MES, englobant des capacités de financement atteignant à ce jour 700 milliards d'euros. En outre, la BCE a annoncé en septembre 2012 qu'elle était en mesure d'acheter des titres souverains, de façon conditionnée, mais illimitée. S'ajoute à ces dispositifs européens un renforcement de l'action de la communauté internationale, fondé sur un accroissement des capacités d'action du FMI. De ce fait, ce dernier mène des actions conjointes avec les institutions européennes, notamment en Grèce ou en Irlande.

### La refondation en cours des modes de fonctionnement de l'union budgétaire

**Toutefois, ces mécanismes, bien qu'étant nécessaires, ne suffiront pas à prévenir l'arrivée de nouvelles crises.** Pour ce faire, il faut impérativement améliorer les capacités de surveillance économique et budgétaire de l'UE. Certaines étapes ont déjà été franchies, par exemple le renforcement de la coordination des politiques budgétaires et économiques au moyen du « semestre européen ». Il s'agit d'une modification de l'agenda des présentations par les Etats membres de leur programmation pluriannuelle des finances publiques, qui rend la coordination plus effective. En effet, auparavant ces présentations avaient lieu à l'automne, et leur examen se faisait en début d'année suivante, c'est à dire après le vote du Projet de loi de finances (PLF) pour l'année en cours et bien longtemps avant le vote de celui de l'année suivante. Dès lors, il était difficile d'assurer une cohérence entre les PLF des Etats et les orientations prises au niveau européen. En 2008, lors de la présidence française du conseil de l'UE, des tentatives de réajustement du calendrier avaient été menées mais sans aboutir. Désormais, avec le « semestre européen », le conseil des Affaires économiques et financières de l'UE (conseil ECOFIN) se prononce sur la programmation pluriannuelle des finances des Etats membres durant l'été, en amont des PLF de l'année suivante. Les mécanismes de décision communautaire ont aussi été rendus plus efficaces.

Par ailleurs, la surveillance a été élargie au-delà de la seule coordination des politiques budgétaires, intégrant notamment la procédure sur les déséquilibres excessifs – qui permet de surveiller les taux d'endettement, les pertes de compétitivité, etc. En outre, les Etats se sont dotés de mécanismes nationaux assurant la cohérence des politiques nationales avec les décisions prises au niveau européen. Ainsi, en France, un Haut conseil des finances publiques sera prochainement mis en place, qui aura pour mission de veiller au respect des règles nationales définies dans le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) (plus communément appelé « Traité budgétaire européen ») adopté en octobre 2012 et entré en vigueur le 1er janvier 2013.

### Vers une union bancaire et au-delà

**Le Conseil européen des 28 et 29 juin 2012 a lancé des travaux ambitieux sur l'avenir de l'Union économique et monétaire (UEM), avec un rapport des « Quatre présidents ».**

Cette réflexion comporte plusieurs volets, dont celui d'une union bancaire. Celle-ci comporterait des mécanismes de supervision et de résolution des crises européens. Ceci est cohérent avec la

réalité du marché intérieur et permettra de dissocier la situation du secteur financier de celle de l'État membre.

Les discussions européennes portent notamment sur le champ de la supervision européenne. Certains plaident pour un champ limité, ce qui permettrait de conserver une souveraineté des États sur les banques de plus petite taille. **Cependant, pour avoir une vision d'ensemble des risques financiers de la zone euro, et mieux anticiper les crises économiques, la supervision européenne doit pouvoir s'exercer sur l'intégralité du secteur bancaire.**

Outre l'union bancaire, les discussions vont se poursuivre sur d'autres évolutions possibles de la zone euro. La Commission européenne a ainsi rendu public un « *Blueprint* » portant sur l'UEM, tandis que le rapport des « Quatre présidents » comporte les quatre pistes suivantes :

- la création d'une capacité budgétaire propre pour la zone euro ;
- la contractualisation des réformes structurelles entre les États membres et le niveau central ;
- la mise en place d'un fonds d'amortissement de la dette et la création d'*Eurobills*<sup>16</sup> ;
- le renforcement de la surveillance budgétaire, avec attribution à l'instance de supervision d'un pouvoir de modification ou de veto sur les budgets nationaux.

Dans ces débats, la position française consiste à soutenir :

- une union bancaire ambitieuse ;
- une plus forte intégration budgétaire, avec notamment la mise en place d'une capacité budgétaire commune qui peut déboucher sur une capacité d'émission commune pour la zone euro ;
- un volet social.

[...]



## Les causes de la crise de l'euro – Le portail de l'économie et des finances

Un enchaînement de circonstances négatives a mené à la situation actuelle.

### La crise des subprimes

Elle a provoqué des pertes dans les banques, d'où des résultats annuels plus faibles. Les États ont dû aider les banques, d'où des déficits publics plus importants. Ces effets négatifs se sont répandus dans plusieurs États européens, créant ainsi un véritable phénomène de contagion. De plus, les différents plans de sauvetage mis en place et se révélant inefficaces ont créé un doute, ce qui a aggravé la situation.

[...]

### Les "défauts de fabrication" de l'euro

D'après certains observateurs, cette crise a révélé de nombreux défauts de fabrication de l'euro. On peut en relever quelques-uns comme :

- Une politique monétaire commune conçue avec une BCE cantonnée à la stabilité monétaire (dogme de l'inflation et interdiction de prêter directement aux États).
- Une absence de politique budgétaire, économique ou fiscale commune (au contraire la déréglementation et la concurrence fiscale opposent les États).
- Pas de spécificité de la zone euro dans le fonctionnement général de l'Union européenne. Bien qu'il y ait une zone euro, il n'y a pas de coordination entre les pays et il n'existe pas de solidarité entre les États.

*" Le ver était dans le fruit "*. Ce qu'on vantait dans l'euro, c'était qu'il permettait des taux d'intérêt et des taux de change bas et uniformes, et c'est précisément ce qui a masqué les différences entre les économies et incité certains pays à s'endetter massivement, créant des bulles (immobilière en Espagne par exemple). **Finalement, en cherchant à faire converger les économies, on a renforcé la divergence des économies et on a favorisé la création de deux Europe (le Nord et le Sud).**

[...]

L'entrée dans la zone euro des pays du Nord a contribué à la réduction de leurs taux de chômage respectifs qui convergent vers le taux de chômage moyen des pays du Sud. En effet, sur la période 2002-2007, les taux de chômage moyens des deux zones, Nord et Sud, sont compris entre 8 % et 10 %. Lorsque la crise financière éclate en 2008, les taux de chômage divergent de nouveau.

[...]

Autre constat révélée par la crise financière : la disparité des situations budgétaires entre les différents États membres de la zone euro. Pour rappel, la dette publique est la somme des déficits des administrations publiques (État, collectivités locales, Sécurité sociale, organismes divers d'administration centrale) cumulés sur plusieurs années.

On constate également que la dette publique s'envole pour les pays du Nord comme du Sud entre 2008 et 2009 (les États étant intervenus pour soutenir leurs économies respectives) mais dans une moindre mesure pour les pays du Nord : le poids de leur dette rapporté à leur PIB respectif se stabilise à 80% début 2012 contre plus de 100 % pour les pays du Nord.

[...]



## **Sortir d'une crise économique**

Le mode d'emploi de Krugman

par [Thibault Le Texier](#), le 2 juillet 2013

**Aux yeux de Paul Krugman, la solution à la crise est simple : l'État doit gagner moins et dépenser plus. Si les réponses gouvernementales peuvent sembler mal ajustées, c'est selon lui la faute aux dogmes économiques dominants et à de puissants intérêts particuliers.**

L'économiste vedette Paul Krugman ne décolère pas. Non pas tant parce que la crise était évitable, mais parce qu'on la laisse perdurer. Ses éditoriaux dans le New York Times et son dernier ouvrage (Krugman, 2012) l'affirment avec force : depuis bientôt cinq ans, les États-Unis et l'Europe sont victimes d'un désastre économique dont le remède est, d'après lui, testé, approuvé, facile à administrer et bon marché. À ses yeux, le problème est simple : la demande reste insuffisante tandis que l'offre est abondante. En d'autres termes, les pays en crise n'utilisent pas les ressources dont ils disposent. Leur main d'œuvre au chômage est généralement disposée à travailler mais les emplois manquent ; la plupart des entreprises sont en état de fonctionnement mais les commandes se font attendre ; les magasins sont normalement approvisionnés mais beaucoup restent déserts. Quand les dépenses des uns sont les revenus des autres et réciproquement, si tout le monde cesse de dépenser, c'est l'ensemble des revenus qui dégringole. Dans une telle situation, continue Krugman, l'État est le seul acteur qui puisse massivement dépenser, jusqu'à ce que le secteur privé soit en mesure de reprendre son rôle de moteur de l'économie. Or la plupart des États en crise — et les États-Unis en particulier, car c'est à eux qu'il s'intéresse principalement — ont adopté des solutions inadéquates ou insuffisantes du fait d'erreurs de diagnostic. Ces erreurs ne sont pas fortuites ; elles sont tributaires de croyances aveuglantes et de puissants intérêts particuliers.

### **Mauvaises solutions**

Suite à la chute de Lehman Brothers, comme le raconte Krugman dans son dernier ouvrage (2012), la plupart des grands États n'ont pas suivi les enseignements de la Grande Dépression. Ils ont entrepris d'enrayer la chute brutale de la dépense privée en augmentant les dépenses publiques, mais beaucoup ont voulu compenser la chute des prélèvements obligatoires en augmentant les impôts. Les États-Unis ont globalement mieux réagi. La Réserve fédérale américaine a réduit son taux d'intérêt directeur. Pour stimuler des dépenses en berne, elle a prêté des fonds aux banques avec l'espoir qu'elles les prêteraient à leur tour aux particuliers et aux entreprises. Pour ce faire, elle est allée jusqu'à pratiquer, fin 2008, des taux proches de zéro. Seulement, ni la dépense du consommateur, ni l'investissement des entreprises, ni le secteur immobilier, ni le marché de l'emploi n'ont été stimulés. Comme le défendait Keynes, les politiques monétaires sont impuissantes face à une récession. Quand des taux directeurs de zéro ne sont pas suffisamment bas pour revigorer l'économie, on est en présence de ce que les keynésiens appellent une « trappe à liquidité » (Krugman, 1998 ; 2009, pp. 173-180 ; 2012, pp. 48-51 ; Eggertsson & Krugman, 2012).

Les États-Unis, le Japon et la plupart des pays européens seraient depuis plusieurs années dans des trappes à liquidités. Ce terme désigne une situation où les taux d'intérêt nominaux ont atteint un minimum et où la création monétaire n'est plus en mesure de relancer l'économie en les faisant baisser. Dans cette situation où l'épargne est élevée et le futur incertain, les consommateurs s'efforcent de ne pas dépenser et n'ont dans l'ensemble pas besoin de liquidités. Les investisseurs quant à eux ne sont pas incités à convertir leurs liquidités en obligations. Tel est le scénario défendu par Krugman (2013). Mais on peut penser au contraire, comme le font certains économistes de l'école autrichienne, que le taux d'intérêt dépend non pas de la disponibilité des liquidités mais du désir des consommateurs de dépenser maintenant et non dans le futur. Dans cette perspective, il ne peut tout simplement pas y avoir de trappe à liquidité et les politiques monétaires sont toujours

effectives.

Fin 2009, alors que les États-Unis sont officiellement **sortis de la récession** et même si la croissance demeure faible, les débats reprennent, notamment au Congrès. Les parlementaires républicains exigent de prolonger les baisses d'impôts décidées par Georges Bush et arrivant à échéance début 2010, ainsi que de baisser drastiquement les dépenses publiques pour éviter d'atteindre le plafond de dette. En dépit d'un taux de chômage toujours très élevé, l'attention politique et médiatique s'est donc déplacée de l'emploi vers le déficit. Le creusement des déficits publics a conduit les représentants du Parti républicain à mettre l'accent sur la réduction des dépenses et l'augmentation des impôts. Krugman craint alors que la remise en cause des mesures de relance économique de 2008-2009 ne plonge les États-Unis dans une « dépression » (Krugman, 2010). Si la croissance du PIB des États-Unis n'est toujours pas redevenue négative, et qu'il est difficile à cet égard de parler avec Krugman de nouvelle « dépression », il est indéniable que le pays n'a pas retrouvé des taux de croissance moyens similaires à ceux d'avant la crise financière.

Pour Krugman, l'austérité expansionniste est un mirage qui n'existe que dans les articles des économistes. Il est certes possible que la réduction des déficits publics n'affecte pas négativement la consommation, l'investissement et la croissance, voire même qu'elle les stimule. Dans la situation actuelle, non seulement les effets négatifs de l'austérité ne sauraient, selon Krugman, en contrebalancer les effets positifs, mais la perspective d'un moindre déficit ne peut produire son principal effet bénéfique, à savoir une baisse des taux d'intérêt, car ceux-ci sont déjà remarquablement bas. Voyez la situation de la Grande Bretagne depuis trois ans.

Au contraire, continue Krugman, les politiques d'austérité sont généralement suivies d'une contraction de la dépense et d'une augmentation du chômage. Selon lui, « dans une économie déprimée, la seule chose qui se produit quand tout le monde cherche à épargner davantage (et donc à dépenser moins), c'est que les revenus baissent et que l'économie ralentit. Et comme cette dernière se déprime encore plus, les entreprises investissent moins, pas plus : en cherchant à économiser davantage à titre individuel, les consommateurs finissent par économiser moins en tant que collectivité » (Krugman, 2012, p. 69). Tel est selon lui le noeud de l'affaire.

Si l'on part du principe que le principal problème économique auquel font face les États-Unis est un problème de demande, alors LA solution, aujourd'hui comme hier, est de dépenser plus. La dépense, estime Krugman, crée de la demande, quelle que soit son affectation, même si elle sert des programmes militaires dont l'efficacité est discutable. Et le seul acteur qui puisse dépenser quand un grand nombre de débiteurs s'efforce d'épargner davantage et de rembourser une partie de leur dette, c'est l'État. L'administration Obama a pris des mesures en ce sens, mais pour Krugman elles ont été très insuffisantes. Les 787 milliards du plan de relance voté pour trois ans en février 2009 ne représentent ainsi que 2 % des 45000 milliards de dollars en biens et services que devait produire l'économie américaine durant cette période. Et près de 40 % de ces 787 milliards correspondent à des abattements fiscaux qui auraient été votés de toute façon.

Krugman n'est pas pour autant un irrépressible contempteur du marché. Ses travaux en macroéconomie, qui lui ont valu en 2008 le prix de la Banque royale de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel, ont montré au contraire que le commerce international est un jeu gagnant-gagnant, et non une situation de concurrence où ce qu'un pays peut gagner doit être perdu par d'autres. Il a également prouvé que tous les pays pauvres qui ont pu améliorer nettement leur situation économique l'ont fait en s'efforçant non pas d'être autosuffisants mais de produire pour le marché mondial (Krugman, 1985 et 1998 ; Helpman & Krugman, 1990 ; cf. Coissard, 2012, pp.11- 102). Krugman n'avance donc nullement que la dépense publique est systématiquement la panacée, mais seulement qu'elle peut l'être, par exemple dans les cas où le gouvernement met au travail des ressources inemployées sans être en concurrence avec le secteur

privé pour l'accès à certaines sources financières, la production de certains biens ou la fourniture de certains services. Et c'est bien dans cette situation que se trouvent les États-Unis depuis bientôt cinq ans.

Une telle politique de dépense publique ne conduit pas mécaniquement à une inflation débridée, comme l'ont martelé les partisans de l'austérité. D'après Krugman, l'émission de monnaie entraîne l'inflation quand l'économie est en surchauffe. Mais si l'économie reste déprimée et que l'on se trouve dans une trappe à liquidité, il n'y a pas à craindre les conséquences inflationnistes de la création de monnaie. Car l'inflation résulte essentiellement d'une surchauffe de l'économie ; *a contrario*, « pas de boom, pas d'inflation », comme le résume Krugman (2012, p.189). Ce qui est bien dommage, ajoute-t-il, car une inflation de base aux alentours de 4 % faciliterait à ses yeux la sortie de cette crise en rendant le taux d'intérêt réel négatif, en réduisant le poids de la dette et en améliorant la compétitivité.

L'augmentation de l'endettement et l'excès de confiance dû à une longue période de stabilité financière ne seraient pas les principaux responsables de la crise actuelle. Pour Krugman, elle résulte plus directement du démantèlement du système de régulation mis en place au lendemain de la crise de 1929. Initié au début années 1980, cette dérégulation a favorisé la mise en concurrence des banques, elle a rendu possible la fusion des banques commerciales et des banques d'investissement et elle a permis l'épanouissement rapide d'un système bancaire fantôme — incluant notamment les *hedge funds* — largement non régulé en dépit de son rôle croissant dans la finance. Les établissements bancaires continuaient de bénéficier de la garantie publique des dépôts tout en étant autorisés à spéculer en bourse. Dans une telle situation d'aléa moral, les investisseurs étaient incités à prendre de grands risques : face, ils gagnaient, et pile, le contribuable les renflouait (cf. de Larosière, 2011).

### Trois erreurs de diagnostic

Pour Krugman, les solutions erronées ou insuffisantes mises en place pour faire face à la crise découlent pour une grande part de trois erreurs de jugement.

La première a été de croire que la crise résultait d'un problème d'endettement. L'Amérique a bien un problème d'endettement, reconnaît-il, mais c'est un endettement domestique, tandis que son endettement net à l'étranger est relativement faible. Si l'on incite les débiteurs à rembourser rapidement leurs dettes sans que les créanciers soient incités à dépenser les liquidités ainsi récupérées, le résultat est, nous l'avons vu, une dépression. Et c'est exactement ce qui s'est passé. Pour Krugman, il fallait réduire la dette dans les années 1990, quand l'économie était en pleine croissance. Aujourd'hui, ce n'est plus le moment.

D'avantage encore que les Américains, les Européens sont convaincus que la crise est essentiellement due à l'irresponsabilité budgétaire (Krugman, 2012). Certes, c'est le cas de la Grèce et dans une moindre mesure du Portugal. Mais dans la majorité des autres pays d'Europe, qu'ils aient été très endettés comme l'Italie ou très peu comme l'Irlande, d'importantes réformes étaient menées avant la crise pour réduire le ratio dette/PIB. La crise a malheureusement ruiné la plupart de ces efforts.

La seconde erreur de diagnostic a consisté à croire qu'un gros problème économique ne pouvait être résolu qu'au moyen d'une solution très coûteuse et très douloureuse. Un problème causant de si graves dégâts ne pourrait être que « structurel » et appeler des réformes drastiques. Eh bien non, répond Krugman, qui affirme à la suite de Keynes que « les grands problèmes économiques ont parfois des solutions simples et aisées » (Krugman, 2012, p. 47) et qu'« il suffit parfois de remplacer une batterie à 100 dollars pour remettre en marche une voiture à 30 000 dollars restée en

panne » (*ibid.*, p. 38).

L'optimisme de Krugman peut ici sembler excessif. À l'évidence, ce n'est pas qu'un problème de demande : il y a bien eu une crise financière fin 2008 et début 2009. Et l'économie américaine fait bel et bien face des problèmes structurels : délocalisations massives, faible demande de travailleurs non qualifiés, difficultés sérieuses de secteurs comme la santé, l'énergie et l'industrie manufacturière, déséquilibres commerciaux planétaires, insuffisance de la demande globale mondiale, infrastructures de transport vieillissantes, hausse constante des coûts de l'énergie et de la nourriture — pour ne citer que les principaux (cf. Stiglitz, 2010 ; Sachs, 2011). L'accroissement des inégalités aux États-Unis, que déplore si vivement Krugman, n'est-elle pas en soi un problème structurel ? Il ne s'agit donc peut-être pas seulement de dépenser à tout va en se contentant d'affirmer que « la dépense c'est la dépense », et peu importe son affectation.

Une troisième erreur de diagnostic a consisté selon Krugman à proposer une lecture morale de la crise économique. La récession a pu être ainsi considérée, par les Européens notamment, comme une sorte de châtiment divin venu sanctionner des années d'excès euphoriques et insouciantes. Pour racheter leurs péchés, les nations devraient ainsi souffrir le martyr. C'est oublier que l'économie n'est pas une science morale.

[...]

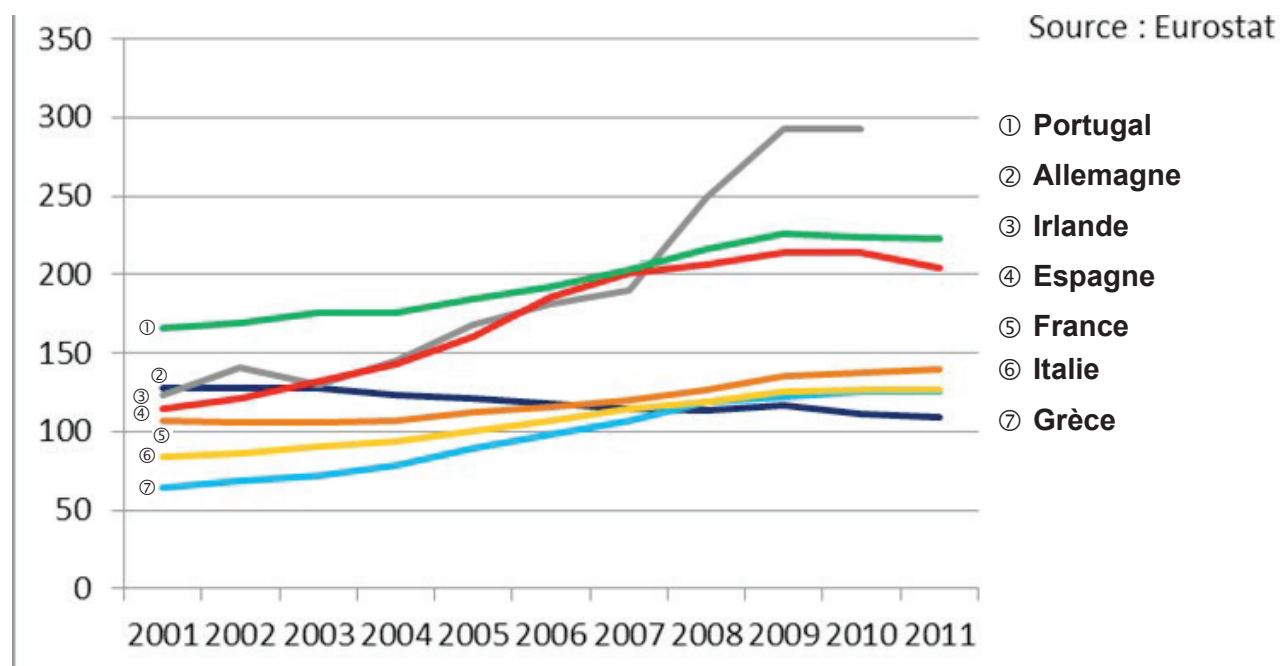


Figure 1 - Taux d'endettement privé en % du PIB (Source : Eurostat)

Capacité (+) / besoin de financement (-) des administrations publiques - données annuelles

Pourcentage du produit intérieur brut (PIB)

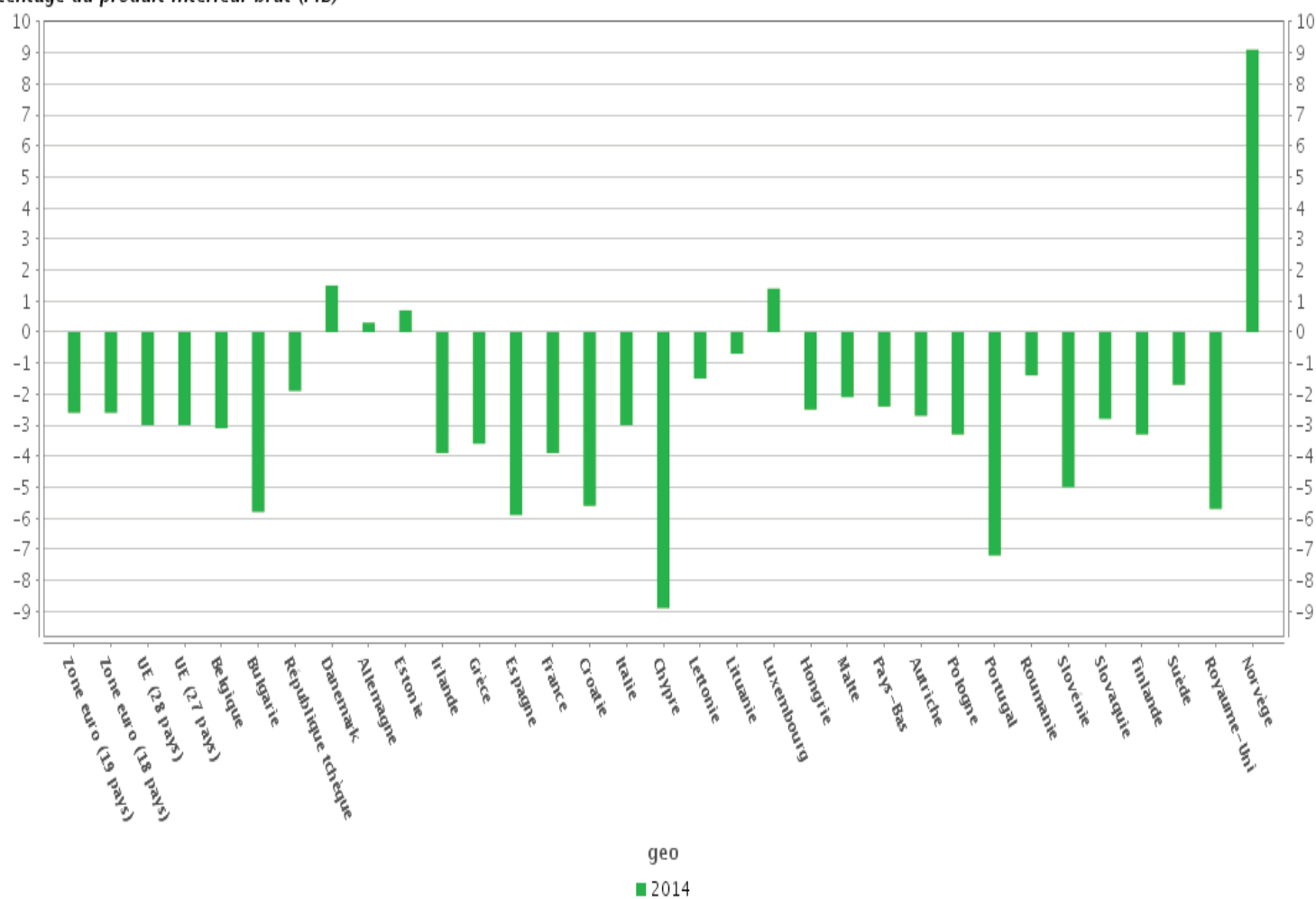


Figure 2 - Capacités de financement en % du PIB (Source : Eurostat)



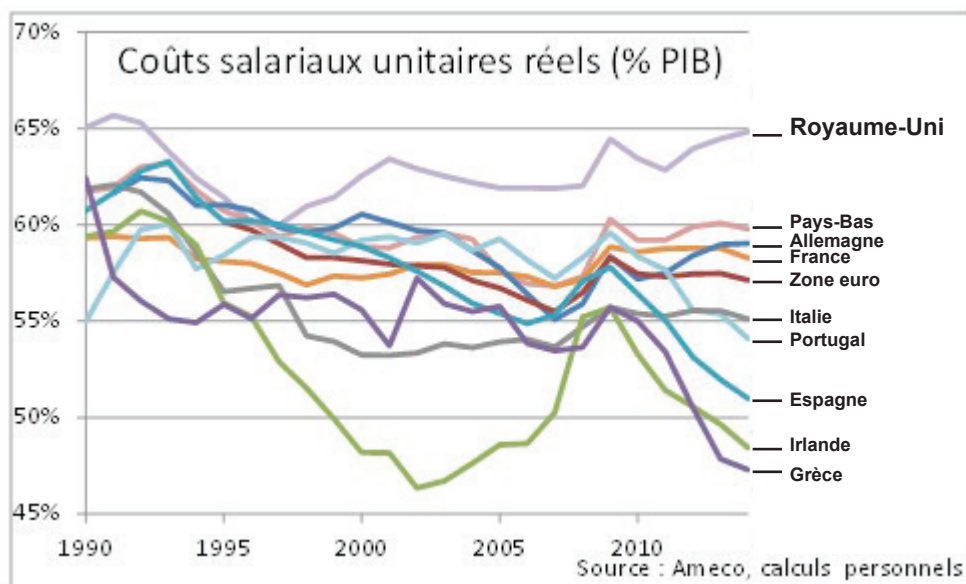


Figure 3 - Coûts salariaux en % du PIB des Etats membres à vingt ans (Source : Eurostat)

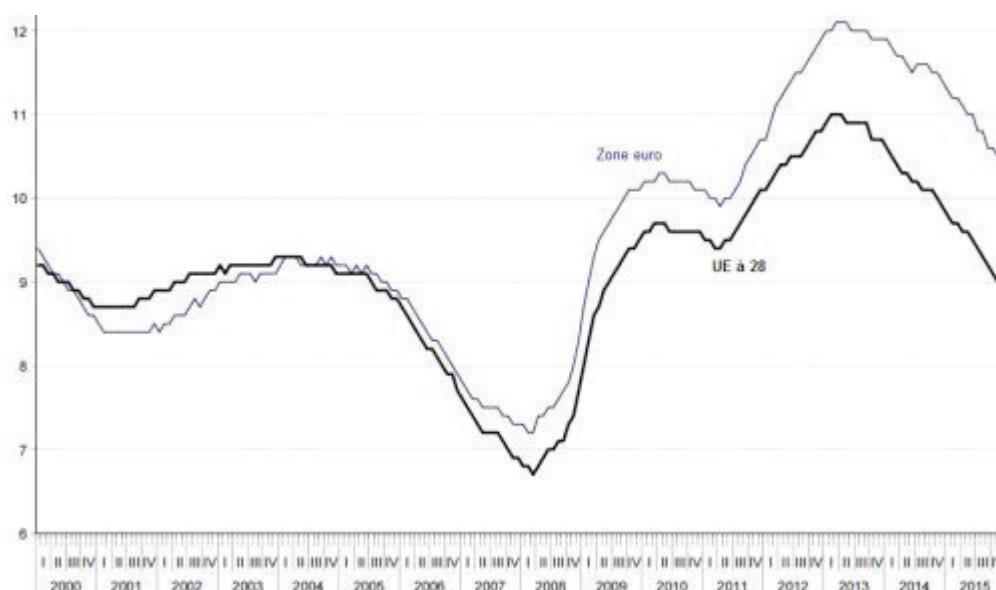


Figure 4 - Taux de chômage dans la zone Euro et l'UE à 28 (Source : Eurostat)

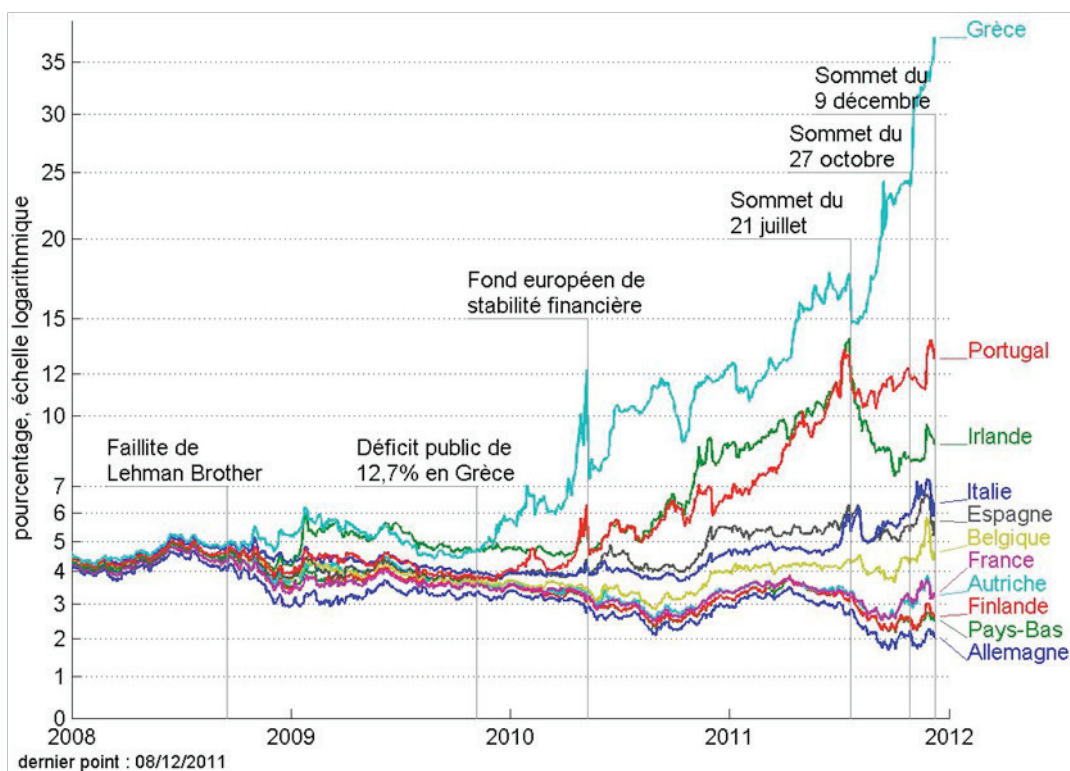


Figure 5 - Évolution des taux d'intérêt dans la zone Euro (Source : Eurostat)

## Le rapport des cinq présidents présente un plan pour renforcer l'Union économique et monétaire européenne à partir du 1er juillet 2015

Bruxelles, 22 juin 2015

### Commission européenne - Communiqué de presse

Les cinq présidents - le président de la Commission européenne, **Jean-Claude Juncker**, avec le président du sommet de la zone euro, **Donald Tusk**, le président de l'Eurogroupe, **Jeroen Dijsselbloem**, le président de la Banque centrale européenne, **Mario Draghi**, et le président du Parlement européen, **Martin Schulz** - ont dévoilé aujourd'hui des propositions ambitieuses pour approfondir l'Union économique et monétaire (UEM) à partir du 1er juillet 2015 et la parachever en 2025 au plus tard. Afin que leur vision de l'avenir de l'UEM devienne réalité, ils proposent des mesures concrètes à mettre en œuvre en trois phases : certaines des actions envisagées, telles que l'introduction d'un système européen de garantie des dépôts, seront mises en place rapidement au cours des prochaines années et seront suivies plus tard par d'autres mesures, telles que la création d'un futur Trésor de la zone euro, qui iront plus loin en matière de partage de souveraineté entre les États membres ayant adopté l'euro. Ces mesures s'inscrivent dans la vision des cinq présidents selon laquelle il convient de passer d'un système de règles à un système fondé sur les institutions afin de garantir que l'UEM repose sur une architecture transparente et robuste. L'établissement d'une Union économique et monétaire plus approfondie et plus équitable est l'une des 10 grandes priorités fixées par le président Juncker dans ses orientations politiques.

*Le président Juncker a déclaré : «L'euro est une monnaie que partagent 19 États membres de l'UE et plus de 330 millions de citoyens. Nous pouvons en être fiers. L'Union économique et monétaire protège l'Europe. Mais son fonctionnement pourrait être amélioré. Notre Union économique et monétaire est encore inachevée et j'ai promis, lors de ma prise de fonctions, d'œuvrer pour consolider et compléter les mesures sans précédent que nous avons prises pendant la crise, tout en les rendant plus justes sur le plan social et plus légitimes sur le plan démocratique. Aujourd'hui, nous - les cinq présidents - présentons notre vision commune. Le monde entier nous regarde et veut savoir où nous allons.*

*Aujourd'hui, nous poursuivons la voie de l'intégration monétaire et la portons à sa destination finale.»*

*Valdis Dombrovskis, vice-président pour l'euro et le dialogue social, a déclaré : «L'Union économique et monétaire a été renforcée au cours des dernières années, compte tenu notamment de la crise financière et économique. Elle n'est cependant pas encore achevée. Le rapport présenté aujourd'hui offre des pistes pour la renforcer encore davantage dans les années à venir, en procédant par étapes.*

*Nous sommes prêts à présenter les propositions spécifiques qui seront nécessaires pour que cette vision ambitieuse, mais néanmoins pragmatique, se concrétise. Une UEM complète ne constitue cependant pas une fin en soi, mais un moyen de contribuer à davantage de croissance, d'emplois et de prospérité pour tous les citoyens, aujourd'hui et dans le futur.»*

Malgré les progrès accomplis ces dernières années, en particulier avec la mise en place de l'Union bancaire, l'UEM demeure incomplète. Il subsiste d'importantes divergences au sein de la zone euro, dont la crise des dernières années a mis en évidence les faiblesses. Il est clair qu'avec 18 millions de chômeurs et un nombre important de personnes exposées au risque d'exclusion sociale au sein de nos sociétés, il faut encore faire bien davantage pour donner à la zone euro — qui est la deuxième puissance économique mondiale — une solidité à toute épreuve. Nous avons besoin pour l'avenir d'une base durable, équitable et démocratiquement légitime, garante de plus de croissance, d'emplois et de prospérité pour l'ensemble des citoyens.



Le rapport prévoit que la vision des cinq présidents se concrétisera en **trois phases distinctes** :

- **Phase 1** ou «**approfondissement par la pratique**» (**1er juillet 2015 - 30 juin 2017**) : il s'agit, en s'appuyant sur les instruments existants et les traités en vigueur, de stimuler la compétitivité et la convergence structurelle, d'assurer des politiques budgétaires responsables au niveau national et au niveau de la zone euro, de compléter l'Union financière et de renforcer la responsabilité démocratique.

- **Phase 2** ou «**achèvement de l'UEM**» : des actions de plus grande ampleur seront mises en place afin de rendre le processus de convergence plus contraignant à travers, par exemple, un ensemble de critères de convergence définis conjointement, qui pourraient éventuellement revêtir un caractère juridique, ainsi qu'un Trésor de la zone euro.

- **Phase finale (au plus tard d'ici à 2025)** : une fois toutes les mesures bien en place, une UEM approfondie et véritable devrait être un lieu de stabilité et de prospérité pour tous les citoyens des États membres de l'UE ayant adopté la monnaie unique, et être attractive pour les autres États membres, qui pourront la rejoindre s'ils y sont prêts.

Pour préparer le **passage de la phase 1 à la phase 2**, la Commission présentera un **livre blanc au printemps 2017** décrivant les prochaines étapes nécessaires, y compris des mesures d'ordre législatif, pour compléter l'UEM au cours de la phase 2. Ce livre suit le modèle du livre blanc de Jacques Delors de 1985 qui avait, au moyen d'une série de mesures assorties d'un calendrier, tracé la voie de l'Acte unique européen, la base juridique du projet de marché unique.

## **Que dit concrètement le rapport des cinq présidents ?**

### **1. Vers une Union économique de la convergence, de la croissance et de l'emploi**

Cette union devrait reposer sur quatre piliers, à savoir : la création d'un système d'autorités de la compétitivité de la zone euro, une mise en œuvre renforcée de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, une attention accrue portée aux performances dans le domaine social et de l'emploi et une coordination plus étroite des politiques économiques dans le cadre d'un semestre européen renoué. Ces quatre volets devraient être mis en place à court terme (phase 1), sur la base de mesures concrètes et de la méthode communautaire. À moyen terme (phase 2), le processus de convergence devrait être rendu plus contraignant au moyen d'un ensemble commun de normes de haut niveau qui seraient définies dans la législation de l'UE.

#### **Les autorités de la compétitivité**

Les autorités de la compétitivité ne doivent pas avoir pour objectif d'harmoniser, d'un pays à l'autre, les pratiques et les institutions chargées de la définition des salaires. Ces processus sont très différents d'un pays à l'autre de l'UE et reflètent à juste titre les préférences et traditions juridiques nationales.

Sur la base d'un modèle commun, chaque État membre devrait décider de l'organisation exacte de son autorité nationale de la compétitivité, mais ces autorités devraient être démocratiquement tenues de rendre des comptes et devraient également être indépendantes du point de vue opérationnel. Les acteurs nationaux, tels que les partenaires sociaux, devraient continuer à jouer leur rôle conformément aux pratiques établies dans chaque État membre, mais ils devraient tenir compte de l'avis des autorités de la compétitivité lors des négociations sur les salaires. Dans certains États membres, comme les Pays-Bas et la Belgique, de telles autorités existent déjà.

### **2. Vers l'Union financière.**

L'Union économique et l'union monétaire se complètent et se renforcent mutuellement. Des progrès sur ces deux fronts doivent être une priorité absolue lors de la première phase. L'essentiel de la masse monétaire étant constitué de dépôts bancaires, une monnaie ne peut être véritablement unique que si la confiance dans la sécurité des dépôts bancaires est la même quel que soit l'État membre dans lequel une banque opère. Il faut donc une surveillance bancaire unique, un système unique de résolution des défaillances bancaires et un système unique de garantie des dépôts. Nous avons déjà atteint l'objectif d'une surveillance bancaire unique. Un mécanisme de résolution unique a été approuvé, avec un Fonds de résolution unique (qui deviendra opérationnel le 1er janvier 2016). Comme prochaine étape les cinq présidents propose la mise en place, dès la première phase, d'un

**système européen de garantie des dépôts** qui pourrait être établi en tant que dispositif de réassurance européen pour les systèmes nationaux de garantie des dépôts.

### 3. Vers l'Union budgétaire

Outre qu'elles mettent en péril la stabilité des prix dans l'Union, les politiques budgétaires non viables compromettent la stabilité financière. À court terme (phase 1), les cinq présidents proposent la création d'un **comité budgétaire européen consultatif** qui coordonnerait et compléterait les conseils budgétaires nationaux déjà en place. Ce comité fournirait, au niveau européen, une évaluation indépendante de l'exécution des budgets à l'aune des objectifs économiques formulés dans le cadre de la gouvernance budgétaire de l'UE. À plus long terme (phase 2), un **mécanisme commun de stabilisation macroéconomique** devrait être mis en place afin de mieux absorber les chocs auxquels il est impossible de faire face au seul niveau national. Il permettrait de mieux amortir les chocs macroéconomiques de grande ampleur et rendrait l'UEM plus résiliente. Ce mécanisme de stabilisation pourrait s'appuyer dans un premier temps sur le **Fonds européen pour les investissements stratégiques** (FEIS), grâce à la définition d'un ensemble de sources de financement et de projets d'investissement propres à la zone euro, dans lequel il serait possible de puiser.

### 4. Renforcement de la responsabilité démocratique, de la légitimité et des institutions : des règles aux institutions

Un renforcement de la responsabilité et de l'intégration au niveau de l'Union européenne et de la zone euro est indissociable d'une plus grande interdépendance. Cela suppose également un meilleur partage des nouvelles compétences et une plus grande transparence quant aux responsabilités et au calendrier de la prise de décisions. Il est temps à présent de réexaminer et de consolider notre construction politique : le rapport propose ainsi de **renforcer la participation et le contrôle parlementaires** – aux niveaux national et européen, notamment en ce qui concerne les recommandations par pays, les programmes nationaux de réforme et l'examen annuel de la croissance. À court terme (**phase 1**), l'UEM a **besoin d'une représentation extérieure unifiée**, comme l'indiquent les orientations politiques du président Juncker. Aujourd'hui, l'Union européenne et la zone euro n'ont toujours pas de représentation unique dans les institutions financières internationales, notamment au FMI. Cette fragmentation signifie que l'Union ne parle donc pas avec toute la force que pourrait lui conférer son poids politique et économique. Les cinq présidents proposent également de **renforcer le rôle de l'Eurogroupe**. À court terme, cela pourrait nécessiter un renforcement de sa présidence et des moyens à sa disposition. À plus long terme (phase 2), une présidence à temps plein de l'Eurogroupe pourrait être envisagée.

Enfin, si les États membres de la zone euro conservent leur autonomie de décision en matière de fiscalité et de répartition des dépenses budgétaires, en fonction de leurs choix politiques, ils devront de plus en plus prendre certaines décisions de façon collective, en garantissant un système de responsabilité et de légitimité démocratiques. Ces décisions collectives pourraient à l'avenir être prises au sein d'un **Trésor de la zone euro**.

### 5. La dimension sociale de l'UEM

L'un des principaux enseignements à tirer de la crise est qu'une «UEM triple A» doit concilier des économies compétitives capables d'innover et de réussir dans un monde qui se globalise de plus en plus, avec un haut niveau de cohésion sociale. Comme l'a déclaré le président Juncker devant le Parlement européen au moment de son investiture: *«Je voudrais que l'Europe ait le triple A social, qui est aussi important que le triple A économique et financier»*. Cela signifie en particulier que les marchés du travail et les systèmes de protection sociale doivent fonctionner correctement et être viables dans tous les États membres de la zone euro. L'amélioration des marchés du travail et des performances dans le domaine social, ainsi que le renforcement de la cohésion sociale, devraient être au cœur du nouveau processus de «convergence vers le haut» présenté dans le rapport des cinq présidents.

Prochaines étapes : le rapport des cinq présidents a exposé les principales mesures nécessaires pour parachever l'UEM en 2025 au plus tard. Les premières initiatives devraient être lancées par les institutions de l'UE dès le 1er juillet 2015. Pour préparer le passage de la phase 1 à la phase 2, la

Commission, en concertation avec les présidents des autres institutions de l'Union, présentera au printemps 2017 un livre blanc mesurant les progrès accomplis au cours de la phase 1 et décrivant les prochaines étapes nécessaires. Ce livre blanc examinera les préalables juridiques, économiques et politiques des mesures les plus importantes à prendre pour achever l'UEM au cours de la phase 2, et s'appuiera sur les analyses formulées par un groupe consultatif d'experts. La transposition dans le droit et les institutions du rapport des cinq présidents devrait débiter sans tarder.

### **Contexte**

Les participants au sommet de la zone euro d'octobre 2014 ont souligné qu'il était «essentiel de coordonner plus étroitement les politiques économiques pour assurer le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire». Ils ont appelé à poursuivre les travaux afin de «mettre en place des mécanismes concrets permettant de renforcer la coordination des politiques économiques, la convergence et la solidarité» et de «préparer de nouvelles initiatives visant à améliorer la gouvernance économique dans la zone euro».

Le rapport des cinq présidents est aussi le fruit d'échanges approfondis avec les États membres et la société civile. Il s'appuie sur le rapport intitulé «Vers une véritable Union économique et monétaire» (que l'on appelle le «rapport des quatre présidents») et sur la communication de la Commission intitulée «Projet détaillé pour une Union économique et monétaire véritable et approfondie» de 2012, qui demeurent des références essentielles en ce qui concerne l'achèvement de l'UEM.

Le rapport reflète les discussions et contributions personnelles qu'ont échangées les cinq présidents. Il se concentre sur la zone euro, puisque des pays qui partagent une même monnaie sont confrontés à des défis communs bien précis, et partagent des intérêts et des responsabilités identiques. Le processus qui mène à une Union économique et monétaire approfondie est néanmoins ouvert à tous les États membres de l'UE.

# Ces méthodes qui ont sorti l'Islande de la crise

BFM BUSINESS par N.G.  
13/10/2015 à 18h02

Le gouvernement islandais a dû recapitaliser sa banque centrale pour lui permettre de prêter aux banques à l'agonie contre des garanties sans valeur. Sept ans après avoir sollicité son aide, Reykjavik a totalement remboursé le FMI, Fonds monétaire international. Le pays s'est sorti de l'ornière via un procédé radicalement différent de celui des pays de l'Union Européenne.

L'Islande a complètement remboursé le FMI. Rubis sur l'ongle, et même avec un peu d'avance, a indiqué l'institution qui avait aidé financièrement le pays au plus fort de la crise en 2008. Son dernier versement, de 332 millions de dollars, devait être effectué au plus tard fin août 2016. Sept ans après la violente crise financière qui l'a ébranlée, l'Islande n'a donc plus de compte à rendre au FMI, et la Banque centrale du pays s'en est félicitée, y voyant la preuve de la "réussite du programme" qui devait sortir l'île de la récession.

Le pays avait été parmi les premiers d'Europe de l'Ouest à demander de l'aide à l'institution dirigée par Christine Lagarde au moment où le monde financier occidental vacillait. Les Islandais ont eux aussi dû s'infliger des cures d'austérité, mais selon une méthode radicalement différente de celle employée par la Grèce, l'Espagne ou le Portugal. Avec un certain succès, dont attestent la croissance revenue et le retour du pays sur le marché de la dette.

Des procédés disséqués par l'IESEG School of Management et son directeur des études économiques Eric Dor dans un rapport paru lundi. Voici les recettes -miracle?- de Reykjavik.

## > Une protection totale de l'argent des Islandais

En 2008, alors que son secteur bancaire hypertrophié s'écroule, l'Islande apporte sa garantie illimitée des dépôts domestiques. En revanche, les obligations émises par les banques et autres types d'emprunts ne sont pas couverts. Un procédé radicalement différent de celui choisi par l'Irlande, par exemple, où les dettes des grandes banques ont été garanties par l'Etat à hauteur de 440 milliards d'euros, soit 235% de son PIB.

Le gouvernement islandais oblige en outre les banques à effacer "une partie de la dette hypothécaire des ménages" devenus surendettés". Concrètement, ces foyers n'avaient plus à rembourser qu'un montant équivalent, au maximum, à 110% de la valeur de leur bien immobilier. Le reste dû est purement et simplement annulé. Une somme conséquente à l'heure où les taux d'intérêt de ces prêts explosent. Reykjavik met également en place un fonds qui aide les surendettés à rembourser leurs créances, fonds qui emprunte avec la garantie du gouvernement.

Pour autant, le pouvoir d'achat des Islandais s'effondre. En cause : une hausse des prix qui atteint un pic de 17%, et des dépenses publiques pour les retraites et les soins de santé rognés.

## > Une mise sous tutelle des banques

Pas question de laisser les banques faire faillite, même pas pour l'exemple à la Lehman Brothers. Mais pas question non plus de les abreuver de liquidités et de les laisser gérer la suite. L'Etat place les établissements financiers sous sa tutelle directe, une mesure votée par la majorité et l'opposition réunies. Il a le droit de les fusionner, de les mettre en faillite, etc.

Trois banques -Landsbanki, Kaupthing et Glitnir- sont nationalisées à l'automne 2008. Elles sont encore aujourd'hui en liquidation progressive, ce qui a évité de les laisser brutalement faire faillite. De nouvelles structures leur ont succédé, reprenant à leur passif les dépôts des Islandais, et à leur actif uniquement des prêts jugés peu risqués et des emprunts interbancaires.

## **> Davantage d'endettement public**

Le gouvernement a recapitalisé ces nouvelles banques nées des anciennes moribondes à hauteur de 30% de son PIB, augmentant d'autant son endettement. Reykjavik a aussi dû réinjecter des fonds dans la Banque centrale du pays, offrir ou prêter de nouvelles garanties aux banques, recapitaliser d'autres banques à l'agonie. Ces apports de capitaux, ajoutés à l'envolée des dépenses sociales, a plombé la dette publique islandaise, qui est passée de 28,5% du PIB en 2008 à plus de 100% en 2011.

Ces dépenses devraient en partie être remboursées à l'Etat islandais. Les banques doivent notamment lui rendre une partie de l'aide du gouvernement. Mais elles ne seront capables d'en reverser qu'une partie, et les pertes potentielles pour les caisses publiques pourraient atteindre 20 à 25% du PIB. Quant au fonds qui aide les ménages surendettés à rembourser leurs prêts hypothécaires, il pourrait coûter à l'Islande près de la moitié de son PIB.

## **> Des entreprises protégées par les banques**

Les entreprises islandaises, très endettées, et confrontées à la dévaluation de la monnaie, ont vu les taux d'intérêt de leurs emprunts s'envoler. Plutôt que de les liquider, l'Etat les a placées sous le contrôle de leurs banques créancières, qui ont joué le rôle de "holding". C'est-à-dire qu'elles ont considéré les dettes de ces entreprises comme une participation à leur capital. Elles ont toléré les arriérés de paiements, et "ont participé à administrer ces entreprises en attendant des jours meilleurs, ce qui a permis d'en sauver un grand nombre", explique Eric Dor. "Ce qui explique partiellement que les restructurations d'entreprises ont été moins brutales et rapides que dans d'autres pays européens en détresse", continue-t-il.

## **> Une dévaluation massive de la monnaie**

La Banque centrale islandaise a fortement dévalué la couronne qui a chuté de plus de moitié face à l'euro et au dollar en moins d'un an (entre l'automne 2007 et l'été 2008). Une manœuvre qui a permis à la consommation intérieure de l'île de se maintenir à un niveau largement supérieur à celle par exemple de l'Espagne, du Portugal, de la Grèce ou de l'Irlande, où elle était plombée par la force de l'euro.

## **> Un exemple à suivre ?**

"L'Islande a attiré l'attention des observateurs parce qu'après la crise, l'activité économique et l'emploi s'y sont redressés beaucoup mieux que dans les autres pays européens en détresse", souligne Eric Dor. A prix constant, le PIB a retrouvé son niveau d'avant crise, et l'a même dépassé. Il en va de même avec le niveau d'emploi, qui s'est redressé bien mieux que dans les autres pays européens en crise. Les jeunes Islandais ont également moins fui le pays -ou sont revenus entre temps- que les jeunes Grecs, Espagnols, Portugais et Irlandais.

Tout n'est pas rose néanmoins : l'Etat reste très endetté, et le gouvernement doit encore trouver une façon de lever le contrôle des capitaux qu'il a instauré dans le pays, tout en respectant les traités internationaux dont l'Islande est signataire. Avec le risque de faire face à une fuite massive de capitaux qui ferait plonger encore davantage la couronne islandaise.

## Quelle stratégie pour le rééquilibrage interne de la zone euro ?

OFCE – Sciences Po - 5 janvier 2016

par Sébastien Villemot et Bruno Ducoudré

Depuis le déclenchement de la crise financière, la zone euro a fait des efforts importants pour résorber ses déséquilibres commerciaux. En 2009, seuls l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche présentaient un excédent de leur compte courant, tandis que tous les autres, et en particulier la France, l'Italie et l'Espagne enregistraient un déficit courant, de sorte que le solde courant de la zone euro était déficitaire ( $-0,7\%$  du PIB). Cinq années plus tard, en 2014, la situation est radicalement différente. La zone euro présente un important excédent courant de  $3,4\%$  du PIB ; la quasi-totalité des pays sont en excédent courant.

[...]

Il ne faut pas pour autant en conclure que la zone euro a corrigé ses déséquilibres commerciaux car plusieurs motifs d'inquiétude subsistent. D'une part, une partie des excédents courants sont de nature conjoncturelle, en particulier dans les pays du Sud, du fait d'une demande interne déprimée. D'autre part, de par son ampleur, l'excédent courant de la zone euro est porteur de risques déflationnistes : si la politique monétaire expansionniste de la BCE permet pour le moment de contenir les pressions à l'appréciation de l'euro, ces dernières finiront par se matérialiser une fois que le cycle monétaire entrera dans sa phase de normalisation, engendrant de la déflation importée et des pertes de compétitivité vis-à-vis du reste du monde.

Mais surtout, la résorption du déficit courant de la zone euro vis-à-vis du reste du monde ne signifie pas que les déséquilibres *internes* à la zone aient été corrigés. L'analyse que nous avons menée dans le rapport iAGS 2016 montre que ceux-ci restent importants, même s'ils se sont réduits depuis le début de la crise.

À partir d'une maquette permettant de simuler l'évolution des balances courantes des pays de la zone euro en fonction des différentiels de compétitivité-prix<sup>1</sup>, nous avons calculé les ajustements nominaux au sein de la zone euro nécessaires pour atteindre des balances courantes équilibrées pour tous les pays. L'équilibre est ici défini comme la stabilisation de la position extérieure nette, à un niveau compatible avec les procédures européennes (c'est-à-dire supérieure à  $-35\%$  du PIB), et une fois les écarts de production refermés dans tous les pays.

Le résultat de ces simulations permet de rendre compte des ajustements opérés depuis le début de la crise, et des ajustements restant à réaliser relativement à l'Allemagne, utilisée comme point de référence.

[...]

En 2014 les désajustements nominaux en zone euro restent importants. Plusieurs groupes de pays émergent. L'Autriche et les Pays-Bas sont sur un pied d'égalité avec l'Allemagne. À l'opposé, la Grèce doit effectuer une dépréciation de près de  $40\%$  par rapport à l'Allemagne, en dépit des sacrifices déjà consentis ; car, même si la balance courante grecque est aujourd'hui proche de l'équilibre, cela est dû à l'écart de production qui est très creusé ( $-12,6\%$  en 2014 selon l'OCDE) et qui a artificiellement amélioré le solde extérieur par compression de la demande interne. Entre ces deux extrêmes se trouve un groupe de pays qui doit procéder à une dépréciation d'environ  $20\%$  par rapport à l'Allemagne, et qui inclut la France, l'Espagne, le Portugal, la Belgique et la Finlande. L'Italie quant à elle est dans une position un peu meilleure, avec  $10\%$  de dépréciation relative

---

1 Même si la compétitivité-hors prix joue également un rôle dans les mécanismes commerciaux, nous avons fait abstraction de celle-ci faute de mesure quantitative adéquate.



requis, grâce à son compte courant en surplus (1,9 % du PIB en 2014) et sa position extérieure nette relativement favorable (-27,9 % du PIB).

Ces déséquilibres nominaux ne peuvent pas être résolus par des mouvements de taux de change, puisque tous ces pays partagent la même monnaie. L'ajustement doit donc être réalisé par le biais de mouvements de prix relatifs, autrement dit par des différentiels de taux d'inflation entre pays. Ainsi, l'inflation en Allemagne (ainsi qu'aux Pays-Bas et en Autriche) doit être durablement plus élevée que celle du groupe intermédiaire, qui doit elle-même être plus élevée que celle de la Grèce. Et, compte tenu de l'importance des salaires dans la détermination des prix de valeur ajoutée, ce résultat sera essentiellement obtenu par des différentiels dans l'évolution des coûts salariaux unitaires nominaux.

Plusieurs stratégies sont possibles pour parvenir à cet objectif. Celle qui a été suivie jusqu'à présent a consisté à faire de la réduction des coûts salariaux la norme, dans une logique non coopérative de course à la compétitivité. L'Allemagne ayant choisi de contenir fortement ses prix et ses salaires, les autres pays n'ont pu s'ajuster qu'en diminuant encore plus leurs coûts, que ce soit par des baisses de salaires (comme en Grèce ou en Espagne) ou par la baisse des prélèvements sur les entreprises (comme en France). Ces stratégies ont certes permis de réduire les déséquilibres au sein de la zone depuis 2008, mais l'ajustement est encore loin d'être achevé, et surtout le coût économique en fut important. La baisse des salaires dans les pays du Sud a pesé sur la demande, et donc sur l'activité, tandis que les pressions déflationnistes ont été renforcées et restent menaçantes malgré l'action énergique de la BCE.

Une autre politique consisterait à coordonner les évolutions salariales au sein des pays de la zone euro, afin de permettre à la BCE d'atteindre son objectif d'inflation de 2 %, tout en résorbant les désajustements nominaux. Chaque pays se fixerait une cible d'évolution de ses coûts salariaux unitaires. Les pays actuellement sous-évalués (Allemagne, Pays-Bas, Autriche) auraient une cible supérieure à 2 %, tandis que les pays surévalués auraient une cible positive mais inférieure à 2 %. Une fois les déséquilibres résorbés, ce qui prendra nécessairement de nombreuses années, les cibles pourraient être harmonisées à 2 %.

L'ajustement relatif des coûts salariaux unitaires peut aussi passer par les différentiels de gains de productivité. Ce point renforce l'importance des politiques de relance de l'investissement dans la zone euro, à même d'améliorer la productivité et la compétitivité des pays devant réaliser un ajustement nominal important. L'ajustement des coûts salariaux unitaires par ce biais permettrait ainsi de relâcher un peu plus la pression à la baisse sur les salaires et la demande interne en zone euro.

Une telle politique représenterait un changement profond dans la gouvernance économique de la zone euro, et demanderait une stratégie de coopération renforcée. Le maintien de la cohésion de l'Union monétaire est pourtant à ce prix.







