



Corriger les défauts de l'UEM

La survie à long terme de la zone euro passe par une transformation radicale du processus d'élaboration des politiques économiques

Florence Jaumotte

DANS ses dix premières années de vie, l'euro a tenu ses promesses. L'Union économique et monétaire (UEM) s'est traduite par une solide intégration économique et financière des différents membres et a déclenché un processus de rattrapage chez les pays plus pauvres situés à la périphérie géographique de l'Europe, soutenus par les flux de capitaux arrivant des pays plus riches du Nord de l'Europe. Nombreux sont ceux que la réussite apparente de l'euro a conduits à oublier certaines des appréhensions initiales. Était-ce vraiment une union monétaire optimale? Les pays auraient-ils une marge de manœuvre suffisante pour résister aux chocs sans politique monétaire indépendante ni moyen d'agir sur le change? Les déséquilibres des balances courantes étaient-ils vraiment sans importance au sein d'une union monétaire?

Ces questions reviennent à présent comme un boomerang. Il est clair que les déséquilibres ne sont pas sans importance. De nombreux pays croulent sous le poids de leur dette publique et privée et voient s'effondrer leurs marchés immobiliers. Les capitaux privés fuient la périphérie plus vite qu'ils n'y sont arrivés. Les tensions s'étant propagées dans tout le reste de la zone euro, les dirigeants s'évertuent maintenant à résoudre une crise plus générale, quasiment existentielle.

Cela soulève deux questions : comment en est-on arrivé là? Que faire pour éviter que ces problèmes ne se répètent?

La lourde rançon du succès

L'UEM fonctionnait presque trop bien. Avant l'avènement de l'union monétaire, les États membres ont lancé des réformes pour satisfaire aux normes de budget et d'inflation imposées pour pouvoir rejoindre le club. Les améliorations ainsi apportées aux politiques économiques et la suppression des risques de change ont fait baisser le coût du crédit pour les pays adoptant l'euro, ce qui a permis d'assurer la viabilité des finances publiques dans chaque pays. Les perspectives de très forte croissance dans les pays périphériques ont drainé d'abondants flux de capitaux durant la période de stabilité macroéconomique et de croissance vigoureuse qu'ont connue plusieurs pays de la zone.

Néanmoins, la faiblesse des taux d'intérêt a entraîné une fièvre de l'emprunt et la formation de bulles dans certains pays de la périphérie, qui se sont mis à vivre au-dessus de leurs moyens en accumulant les emprunts, surtout auprès d'autres pays de la zone. Il n'y aurait rien eu à redire si ces crédits avaient été utilisés pour renforcer les capacités de production, y compris dans les secteurs exportateurs. Mais ils ont servi en grande partie à des investissements immobiliers, à d'autres secteurs produisant des biens non échangeables, ainsi qu'à la consommation des ménages et de l'État. Cela a stimulé la demande intérieure et donc entraîné une hausse des salaires et des prix, qui a érodé la compétitivité par rapport au reste

Les drapeaux de l'UE flottent devant le siège de la Commission européenne à Bruxelles.



du monde. L'intégration de la Chine et d'autres pays émergents aux chaînes de production mondiales a aussi coûté à nombre de pays périphériques leurs parts de marché à l'étranger.

Accentuation des déséquilibres

Les politiques et les institutions nationales, les marchés financiers et l'absence de réelle coordination des politiques économiques au sein de la zone euro sont autant de facteurs qui ont contribué à l'aggravation des déséquilibres.

Premièrement, *les responsables nationaux ont adopté une vision à très court terme*. Certains gouvernements se sont mis à dépenser sans compter (la Grèce, par exemple, et le Portugal, dans une moindre mesure) et ont aggravé ainsi l'effet de stimulation de la demande intérieure produit par le flux de crédit. D'autres n'ont pas réussi à juguler l'envolée de la demande privée, par exemple en constituant des excédents budgétaires suffisants ou en économisant en prévision de jours plus sombres. Comme il arrive souvent, les augmentations temporaires de la production induites par l'hypertrophie du secteur immobilier et la très forte progression des recettes fiscales ont été vues à tort comme le signe d'une amélioration durable de la situation budgétaire et ont servi à financer des baisses d'impôts et des hausses des dépenses qui sont devenues intenable lors de la crise mondiale éclatée.

Deuxièmement, *la structure des marchés du travail et des produits a souvent contribué à une hausse excessive des salaires et des prix*. Surtout dans les pays périphériques, la concurrence limitée dans le secteur des services a permis aux entreprises de relever sensiblement leurs prix et d'accorder des augmentations de salaire importantes, sachant qu'elles seraient répercutées sur les clients. En outre, l'indexation généralisée des salaires sur l'inflation a contribué à la persistance d'une inflation forte dans certains pays.

Troisièmement, *les marchés financiers n'ont pas réussi à imposer une discipline de marché*. Malgré le caractère de plus en plus intenable du modèle de croissance et l'augmentation de la dette extérieure des pays de la périphérie, ni les marchés financiers, ni les autorités de réglementation et de contrôle n'ont paru s'en émouvoir avant la mi 2007. Cela tient peut-être en partie au recul global de l'aversion pour le risque qui a été observé à l'époque (le spectre d'une crise financière majeure ne semblait qu'une lointaine éventualité) et a conduit les investisseurs à prendre des positions plus risquées. De plus, avec l'avènement de l'UEM, on a pensé que les déséquilibres courants n'étaient pas importants et que le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) — c'est-à-dire le mécanisme mis en place par l'Union européenne pour maîtriser les déficits budgétaires et les dettes publiques — serait suffisant pour prévenir les crises.

Quatrièmement, des déséquilibres sont apparus en raison d'une *absence de coordination adéquate des politiques économiques à l'échelle de la zone euro*. Le PSC n'a été appliqué que de manière inégale, voire foulé au pied par certains des plus grands pays. L'incapacité de la zone euro à faire respecter le PSC a été l'un des facteurs à l'origine de la crise de la dette publique grecque.

L'absence de progrès en matière de fédéralisme budgétaire a pu aussi contribuer à créer des déséquilibres : l'union monétaire n'était pas bien équipée pour calmer les désordres économiques régionaux. Le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et la proposition récente de créer une autorité budgétaire pour toute la zone constituent des avancées en ce qui concerne le partage

des risques et le renforcement de la gouvernance, mais ils sont arrivés trop tard pour prévenir la crise actuelle.

Enfin, les politiques de réglementation et de contrôle du secteur financier n'étant pas assez coordonnées, il était difficile d'identifier les expositions et les endettements excessifs.

Améliorer l'union monétaire

Le débat sur les ingrédients nécessaires au bon fonctionnement d'une union monétaire n'est pas nouveau. La théorie de la zone monétaire optimale met l'accent sur la flexibilité des prix et des salaires, la mobilité de la main-d'œuvre et les transferts budgétaires en tant que leviers d'ajustement en l'absence de taux de change et de taux d'intérêt nationaux. La flexibilité des prix et des salaires permet à un pays de faire face aux chocs économiques et de restaurer sa compétitivité en se rapprochant des niveaux de salaires et de prix d'autres pays. La mobilité de la main-d'œuvre permet à celle-ci de se déplacer vers les régions plus dynamiques, et des transferts budgétaires judicieux opérés entre les régions ou pays forts et ceux en situation plus précaire peuvent contribuer à rendre l'ajustement moins douloureux.

Mais, si l'on s'est d'abord intéressé à la manière dont chaque pays s'adapterait aux chocs, les années qui ont précédé la crise économique mondiale ont mis en lumière un autre défi à relever : comment éviter la formation de bulles liées à la demande intérieure dans une union monétaire? Ces bulles ont des effets indésirables qui perdurent. En effet, les hausses de salaires et de prix qui les accompagnent sont difficiles à inverser au sein d'une union monétaire, et les bulles financées par l'emprunt exposent les pays à un risque de refinancement dès que la confiance s'émousse.

Cela pose encore un autre problème, propre aux unions monétaires : comment parer aux attaques spéculatives dirigées contre certains pays en l'absence d'un volant de réserves de change ou d'un prêteur national de dernier ressort?

Les quatre impératifs

Face à ces défis, anciens et plus récents, quels sont les préalables à un bon fonctionnement de l'union monétaire européenne?

1. *Une discipline budgétaire plus stricte*. Il faut des réformes pour durcir la discipline budgétaire au niveau national et promouvoir une utilisation anticyclique plus active de la politique budgétaire. Le paquet de six textes législatifs visant à réformer la gouvernance économique (le fameux «six-pack») qui a été approuvé par l'Union européenne à l'automne 2011 va dans ce sens : il limite l'augmentation des dépenses, permet le déclenchement de procédures en cas de déficit excessif pour les pays dont la dette est supérieure au seuil de 60 % fixé par le Traité de Maastricht, et renforce le respect des règles grâce à des sanctions rapides et semi-automatiques. Néanmoins, les nouvelles mesures ne modifient pas de manière significative les incitations à adopter un comportement budgétaire responsable. Pour garantir une discipline sans faille, il faudrait envisager les mesures suivantes :

- Inscrire la règle de l'équilibre budgétaire structurel dans les constitutions nationales, comme l'a fait l'Allemagne dernièrement.
- Renforcer encore la surveillance budgétaire via le PSC, y compris en déclenchant la procédure des déficits excessifs à la majorité qualifiée inversée (avec avis prépondérant de la Commission, sauf si le Conseil des ministres en juge autrement à la



majorité qualifiée). Une mesure encore plus drastique consisterait à opposer aux budgets nationaux ne respectant pas les critères du PSC un veto émanant d'une autorité budgétaire centrale, créée conjointement par le Conseil et la Commission.

- Instaurer un système de transferts budgétaires automatiques à l'échelle de l'UE pour atténuer les chocs temporaires subis par un pays. Faute de moyens d'influer sur les taux d'intérêt, les dépenses nationales et les politiques fiscales sont les principaux outils permettant de réguler l'activité intérieure et de freiner une demande excessive. Un tel système permettrait aux États membres d'économiser plus en période faste, car l'augmentation temporaire des recettes publiques serait transférée en partie à un budget central au lieu de financer une hausse quasi irréversible des dépenses primaires. Chaque pays aurait ainsi une plus grande marge de manœuvre budgétaire en période de repli, et ce sans avoir à s'endetter davantage parce qu'il bénéficierait de transferts.

2. *Des outils anticrise plus efficaces.* Il faut à la zone euro un système de défense commune pour protéger ses membres contre les attaques spéculatives autoréalisatrices, sans gêner le fonctionnement des incitations à la discipline budgétaire.

Aux termes du FESF nouvellement créé (appelé à devenir le Mécanisme européen de stabilité), un État membre peut bénéficier de l'assistance d'autres pays sous forme de garanties ou de prêts. Jusqu'à ce jour, toutefois, les engagements restent limités. On peut donc douter de l'efficacité de ce nouveau fonds de sauvegarde.

À court terme, dans la mesure où la zone euro fait face à une crise de confiance, la Banque centrale européenne (BCE) pourrait jouer un plus grand rôle afin que les conditions monétaires restent uniformes partout dans l'Union. Mais l'intervention de la BCE est à double tranchant. Elle peut donner l'impression que les ajustements sont moins nécessaires et nuire à l'indépendance et à la crédibilité de l'institution. À plus long terme, les euro-obligations communes (émises sous la responsabilité conjointe des États membres et avec la garantie qu'ils conduiront des politiques budgétaires avisées) constituent une piste intéressante et une forme crédible d'intégration budgétaire.

3. *Gains de compétitivité.* Le niveau des prix et des salaires doit être fixé dans le but de préserver, ou de rétablir, la compétitivité. Jusqu'ici, rien de suffisant n'a été fait pour atteindre cet objectif.

Une nouvelle procédure concernant les déséquilibres excessifs a été adoptée à l'automne 2011 pour surveiller la compétitivité et l'endettement et amener les pays à prendre rapidement des mesures appropriées pour corriger les déséquilibres naissants. Mais les conditions de son efficacité ne sont pas réunies. Les engagements pris par les dirigeants nationaux dans le cadre du Pacte pour l'euro plus afin de renforcer la compétitivité et l'emploi ne sont pas à la hauteur des attentes. En outre, les outils de gestion des crises devraient être plus utilisés pour conditionner les concours financiers à des réformes structurelles, comme c'est de plus en plus souvent le cas pour les aides conjointes UE-FMI.

Certaines institutions des marchés du travail et des produits se prêtent davantage à un ajustement. Lorsque les institutions du marché du travail considèrent que le maintien de la compétitivité, et donc des emplois, est une responsabilité partagée, il s'ensuit généralement une remontée des niveaux d'emploi et de croissance.

Une décentralisation complète jusqu'au niveau des entreprises ou une coordination nationale des niveaux de salaires semblent

donner de meilleurs résultats, surtout si les salaires ne sont pas indexés sur l'inflation. La même protection pour tous en matière d'emploi et la suppression des obstacles à l'embauche et au licenciement sont aussi bénéfiques, tout comme les mesures actives sur le marché de l'emploi et un système d'indemnisation permettant aux chômeurs de se recycler et de retrouver un emploi. La réforme du marché du travail devrait s'accompagner d'une intensification de la concurrence, surtout dans les secteurs des biens non échangeables protégés de la concurrence internationale.

4. *Garanties financières à l'échelle de la zone euro.* Les flux de capitaux au sein de la zone euro ont augmenté de façon spectaculaire après l'avènement de l'UEM et la disparition du risque de change, même si la crise actuelle induit une certaine contraction. Les institutions doivent s'adapter à la réalité d'un système financier très interconnecté et à la nécessité de rompre le cercle vicieux dans lequel la fragilité des finances publiques et celle des bilans bancaires se font écho. Une surveillance rigoureuse à l'échelle de la zone euro doit permettre de repérer l'exposition ou l'expansion excessive d'un système bancaire. Les banques ne peuvent plus être traitées comme des institutions purement nationales : une stratégie de gestion et de règlement des crises à l'échelle de la zone euro doit voir le jour, soutenue par un fonds commun pouvant venir en aide aux établissements financiers en difficulté.

C'est sans doute dans le secteur financier que les réformes ont le plus avancé, grâce aux nouvelles Autorités européennes de surveillance chargées de coordonner la supervision microprudentielle et à la création du Comité européen du risque systémique, responsable de la supervision macroprudentielle au niveau européen. Mais le programme d'action et sa mise en œuvre doivent être plus ambitieux, et il faut aller plus vite dans l'élaboration d'un recueil unique de règles, la création d'une autorité européenne de règlement des faillites et la mise en place de programmes communs de garantie des dépôts et de règlement des faillites.

Enfin, les obstacles aux échanges de participations devraient être levés. Ces flux financiers amortissent les effets des crises, car les pertes sont partagées avec les investisseurs privés, ce qui allège un peu la charge de l'ajustement qui pèse sur les emprunteurs. Unifier les réglementations financières et renoncer à certaines mesures de protectionnisme économique national faciliteront les flux de participations transfrontaliers.

En conclusion, pour remédier aux problèmes actuels et prévenir de nouveaux déséquilibres, il faut transformer radicalement l'élaboration des politiques économiques au niveau de la zone euro et au niveau national, en allant au-delà des mesures adoptées récemment, afin d'intégrer complètement les contraintes inhérentes à l'union monétaire. C'est à ce prix que les dix-sept membres de la zone euro pourront profiter sans risque de tous les avantages associés à la monnaie commune européenne. ■

Florence Jaumotte est économiste principale au Département Europe du FMI.

Le présent article s'inspire d'une note de synthèse du FMI à paraître. Intitulée «Imbalances in the Euro Area: How to Prevent Their Recurrence», elle a été préparée par Florence Jaumotte, Fabian Bornhorst, Anna Ivanova, Yuko Kinoshita, Hanan Morsy, Esther Perez, Thierry Tresselt, Irina Tytell, Jérôme Vacher, Sebastian Weber et Johannes Wiegand.