

La zone euro est-elle vouée à l'échec?

Jacques Sapir

La zone euro traverse actuellement une crise d'une ampleur historique, qui a entraîné l'accumulation d'une dette souveraine et révèle ses vices internes.

Depuis le début de 2010, la crise qui frappe plusieurs pays de l'UE a provoqué une hausse des taux d'intérêt par rapport à ceux qu'on trouve en Allemagne. C'est ce qu'on appelle l'écart de taux d'intérêt, qui a remis en cause la seule réalisation de la zone euro: la convergence relative entre les pays sur le marché de la dette qui a commencé en 2000. Ce mouvement a été alimenté par l'énorme croissance des dettes souveraines qui s'est produite à la suite de la crise de 2007. Mais, même en ce qui concerne cette évolution, il serait possible d'établir un lien avec l'euro car, avant la crise, elle a permis une baisse des taux d'intérêt, ce qui a ensuite facilité l'accumulation de l'important endettement, tant privé que public, dans la plupart des pays de la zone euro.

Lorsque l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués pour un pays donné et ceux observés en Allemagne a dépassé 300 points, il était clair que la situation de la zone euro était

Tableau 1 Situation au début de la crise (31 décembre 2009)

	Espagne	Portugal	Grèce
Dette totale (milliards d'euros)	5 315	783	703
Dette totale (% du PIB)	506	479	296
Montant (%) de la dette totale détenu par des non-résidents	33	49	51
Dette par émetteur (milliards d'euros)			
Gouvernement	676	121	293
Sociétés financières	1 669	238	120
Sociétés non financières	2 053	246	165
Ménages	918	178	123

Source: C. Lapavitsas et coll.: «The Eurozone between austerity and default», in *RMF – Research on Money and Finance*, occasional report (2010, peut être consulté à l'adresse: <http://www.researchonmoneyandfinance.org/>).

devenue difficile. L'augmentation de l'écart était en fait provoquée par la dégradation des conditions d'endettement de la Grèce, suivie par l'Irlande, le Portugal et l'Espagne¹.

Au-delà des pays «à risque», nous observons une progression supplémentaire du processus de divergence des taux d'intérêt. Par exemple, l'Italie a recommencé d'émettre des instruments à terme sur les obligations d'État en septembre 2009 (une pratique qui avait été suspendue en 1999 lorsque l'euro a été mis en place). Cela montre que les opérateurs cherchent à empêcher que de nouveaux problèmes surgissent dans ce segment du marché des titres d'État². Le fait que l'Italie est revenue à ce type d'émission indique que l'euro est rapidement en train de perdre son rôle protecteur. La même chose peut être dite au sujet des inquiétudes désormais ouvertement formulées en Belgique.

Pourtant, les partisans de l'euro ont insisté sur ce rôle durant la crise. Ils ont fait valoir que l'euro aidait les pays membres à éviter les conséquences de brutales fluctuations de leurs monnaies les unes par rapport aux autres. Néanmoins, ces fluctuations ont été rendues possibles par la décision prise de longue date de passer à la convertibilité complète (convertibilité du compte de capital). Il est à noter également que la spéculation sur les taux de change a été remplacée par la spéculation sur les taux d'intérêt. On se demande ce qu'il serait advenu si l'on avait mis en place des restrictions des mouvements de capitaux. Mais de telles restrictions sont strictement interdites par la disposition de l'article 63 du Traité de Lisbonne.

Cependant, il importe de noter que la mise en place de restrictions des mouvements de capitaux est recommandée par le FMI³ pour combattre la spéculation. Elles auraient pu aider à éviter les fluctuations monétaires tout en ménageant aux pays de la zone euro la possibilité d'ajuster leur taux de change en fonction de l'écart très important des coûts réels de main-d'œuvre que connaît l'Europe depuis 2002.

L'ouverture a rendu les pays totalement dépendants de la zone euro

Cette ouverture a rendu les pays totalement dépendants de la zone euro. L'adoption d'un taux de change unique et la surévaluation qui a caractérisé l'euro depuis 2003 ont aussi accru les pressions économiques sur certains membres.

La pression rigide de ce «nœud coulant» que forme la monnaie unique force certains pays de la zone euro à recourir à l'augmentation continue de leurs déficits budgétaires⁴, ce qui soulève des questions au sujet de la politique de déflation compétitive du Pacte de stabilité et de croissance dans le cadre du Traité de Maastricht (1992) et pourrait avoir de graves effets de récession pour l'Europe. Nous ne pouvons pas exclure la possibilité que certains pays quittent la zone euro⁵. Le retrait ne serait-ce que d'un seul pays provoquerait un important mouvement de spéculation, ce qui rendrait la participation des autres encore plus onéreuse, et finalement impossible.

Lorsque la crise de l'euro a éclaté en avril 2010⁶, elle avait deux dimensions: une dimension passagère (la crise de la dette en Grèce, au Portugal, en Espagne et en Italie)

et une dimension structurelle plus importante. La crise a été déclenchée par le fait que les marchés financiers doutaient de plus en plus de la capacité de remboursement des pays très endettés. La crise a commencé en Grèce, puis a touché l'Irlande, le Portugal et l'Espagne. Il est maintenant évident que le tour de l'Italie viendra ensuite, puisqu'elle a déjà été la cible d'attaques spéculatives en juillet 2011.

Le plan adopté les 9 et 10 mai 2010 était censé mettre fin à la crise. Toutefois, la réponse des marchés montre que la crise de confiance s'est aggravée. Le plan a été révisé plusieurs fois, mais chaque modification n'a servi qu'à repousser les problèmes d'un ou deux mois. La spéculation sur les marchés révèle les points suivants:

- Ce plan ne fait pas apparaître un engagement ferme de la part des pays donateurs car une bonne partie des fonds ne constituent qu'une garantie de crédit.
- La somme totale ne suffit pas à couvrir les besoins financiers estimés qui se situent entre 900 et 1 000 milliards d'euros pour les trois pays déjà visés par le plan (Grèce, Irlande et Portugal). Ce montant ne correspond manifestement pas à ce qui serait nécessaire s'il fallait sauver aussi l'Espagne. Le taux de non-remboursement des crédits bancaires a déjà atteint 6,2 pour cent du montant des crédits. L'ensemble d'allocations de chômage arrivant à expiration en décembre 2011, selon ce qui est prévu, le taux de non-remboursement augmentera probablement encore, peut-être jusqu'à 10 pour cent.
- Certains pays, comme l'Allemagne, ne sont pas disposés à prendre des engagements.

Ce plan a clairement été conçu comme une tentative pour gagner du temps. La seule action pertinente a été la décision de la Banque centrale européenne (BCE) de racheter de la dette publique et de la dette privée, mais même cela n'est pas totalement satisfaisant: seule une monétisation d'une partie de la dette pourrait donner une réelle marge de manœuvre. Au début de mai, la Grèce a demandé plus d'argent, et le Portugal et l'Irlande demandent une renégociation de leurs taux d'intérêt.

Quelles options reste-t-il?

Les plans d'austérité budgétaire sont en train de pousser certains pays jusqu'à leurs limites. Pour beaucoup d'entre eux, l'ajustement budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette souveraine est trop important pour être socialement accepté. Qui plus est, les retombées déflationnistes n'ont pas été calculées ni introduites dans diverses prévisions présentées par les gouvernements ou par des centres de recherche indépendants. Les effets de l'austérité s'avéreront contre-productifs. L'effet cumulé de ces différents plans d'ajustement budgétaire est à présent en train de plonger la zone euro dans une dépression inconnue jusque-là. La seule compétitivité économique de certains pays ne pourra être rétablie sans une importante dévaluation. En revanche, l'expérience qu'a

Tableau 2 Ajustement budgétaire nécessaire pour maintenir la dette souveraine à son niveau de 2010 (en % du PIB)

	Dette souveraine à la fin de 2010	Montant du déficit budgétaire	Déficit (-) ou excédent (+) budgétaire nécessaire pour maintenir la dette souveraine à son niveau de la fin de 2010	Résultats révisés tirés des chiffres de la croissance publiés par des centres de recherche indépendants	Ajustement budgétaire minimal	Ajustement budgétaire maximal
Allemagne	77,0	-4,2	-1,9	-1,6	-2,3	-26,0
Belgique	102,0	-4,9	-1,6	-0,9	-3,3	-4,0
France	82,7	-7,6	-1,1	-0,6	-6,5	-7,5
Italie	118,0	-5,1	-0,1	1,9	-5,0	-7,0
Espagne	66,0	-9,3	1,1	2,6	-10,4	-11,9
Portugal	86,0	-7,3	2,7	5,0	-10,0	-12,3
Irlande	78,0	-17,7	2,2	4,7	-19,9	-22,4
Grèce	142,5	-7,9	12,0	15,1	-19,9	-23,0
Grèce avec financement du FMI	142,5	-7,9	6,3	9,3	-14,2	-17,2

Source: Calculs de l'auteur et base de données CEMI-EHESS.

connue la Russie en 1998 montre que les avantages sur le long terme peuvent l'emporter sur les souffrances de courte durée.

Cependant, une telle dévaluation ne pourrait pas être obtenue à l'intérieur de la zone euro: ces pays seront alors obligés de la quitter, peut-être momentanément. Les problèmes ne s'arrêteront pas à la Grèce et au Portugal. S'il est vrai que certains pays ne tireraient pas profit d'une éventuelle dévaluation (Allemagne, Pays-Bas, Finlande), d'autres y trouveraient leur avantage, comme l'Irlande, la France et l'Italie.

Comme la monnaie unique a empêché les ajustements du taux de change, l'ajustement budgétaire est resté la seule voie offerte

D'importants transferts budgétaires ne sont pas venus appuyer le système de la monnaie unique adopté pour l'euro. L'Allemagne continue de s'opposer fermement à ce que l'on fasse de la monnaie unique une zone de transfert. Mais, comme la monnaie unique a empêché les ajustements du taux de change, l'ajustement budgétaire est resté la seule voie offerte. Les ajustements budgétaires ne pourront pas être maintenus sur la durée.

Le plan de sauvetage assorti d'une décote adopté pour la Grèce à la fin de février 2012 ne fournira qu'un simple répit. Déjà, l'instabilité des taux relatifs à la dette portugaise dépasse nettement celle concernant la Grèce, et l'Espagne est très loin des limites qu'elle s'est engagée à tenir pour son déficit budgétaire. Le mécanisme de

stabilité européen adopté trop tardivement en février reste aussi bien en deçà de ce qui est nécessaire.

La crise à venir pourrait bien signifier le commencement de la fin de l'euro.

Notes

- ¹ Ross Thomas: «Spain downgraded by S&P as slump swells budget gap» (Bloomberg, 19 janvier 2009).
- ² A. Worrachate: «Italian bond futures offer proxy to hedge Greek, Irish debt» (Bloomberg, 11 septembre 2009).
- ³ Ostry et coll.: «Capital inflows: The role of controls», *International Monetary Fund Staff Position Note* (Washington, DC, FMI, 2010).
- ⁴ Au sujet des effets de dépression de l'euro, voir J. Bibow: «Global imbalances, Bretton Woods II and Euroland's role in all this», dans J. Bibow et A. Terzi (dir. de publication): *Euroland and the world economy: Global player or global drag?* (New York, Palgrave Macmillan, 2007).
- ⁵ S. Kennedy et T.R. Keene: «Feldstein says Greece will default and Portugal may be next», *Business Week* (30 juin 2010).
- ⁶ A. Moses et D.S. Harrington: «Bank swaps, Libor spreads show doubts over Europe bailout: Credit markets» (Bloomberg, 11 mai 2010).

Références

- F. Cachia: «Les effets de l'appréciation de l'euro sur l'économie française», *Note de synthèse de l'INSEE* (Paris, INSEE, 2008).
- P. Dobson: «European yield spreads widen on concern debt crisis deepening», *Business Week* (30 juin 2010).

Jacques Sapir est professeur d'économie et directeur du Centre d'études des modes d'industrialisation à l'École des hautes études en sciences sociales (Paris), qui s'intéresse plus particulièrement à la Fédération de Russie et aux pays de la CEI ainsi qu'à l'évolution internationale. Il est l'auteur de plusieurs ouvrages sur l'économie de la Russie, la finance internationale et la théorie économique, notamment Les trous noirs de la science économique. Essai sur l'impossibilité de penser le temps et l'argent (Paris, Albin Michel, 2000) et La Démondialisation (Paris, Le Seuil, 2011).