

LA LONGUE CRISE EUROPÉENNE

MICHEL AGLIETTA*

L'Europe est plongée dans une crise profonde qui est loin d'être surmontée. Aux séquelles de la crise globale qui l'affectent particulièrement, s'ajoutent des carences congénitales depuis les compromis qui ont formaté la zone euro, le traité de Maastricht et le Pacte de stabilité et de croissance. L'échec des principes fondateurs à entraîner une convergence des économies nationales et à nouer une coordination des politiques économiques a été exacerbé par la crise financière et les réponses d'urgence qui ont lourdement sollicité les finances publiques.

Au-delà des inquiétudes conjoncturelles, deux questions sont à examiner avant d'envisager les politiques pour une croissance européenne. Ce sont les liaisons dangereuses entre l'austérité généralisée des politiques budgétaires et le désendettement du secteur privé, d'une part, les carences politiques et structurelles qui érodent le vouloir-vivre ensemble à l'origine de la cons-

truction européenne, d'autre part. Les dysfonctionnements de la zone euro sont si graves que sa désintégration est devenue envisageable. C'est en prenant la mesure de ces menaces que l'on peut indiquer des orientations pour des politiques toutes différentes qui pourraient être porteuses de renouveau.

INQUIÉTUDE DES MARCHÉS ET CONJONCTURE HÉSITANTE

L'incertitude a gagné les marchés au début du mois de mai 2010. L'exposition directe des banques sur les pays à risque est de 3 200 Md\$ selon la Banque des règlements internationaux (BRI). Ce sont surtout les banques allemandes et françaises qui sont exposées. Sous l'hypothèse d'un taux moyen de perte de 10 %, c'est un montant absorbable puisqu'il fait

* Université Paris Ouest (EconomiX) ; Cepii ; Groupama-am.

moins de 20 % des fonds propres. Mais les banques européennes n'ont que peu reconnu leurs pertes sur les actifs toxiques de la crise financière. En outre, les risques de contreparties sont diffusés dans le système financier international par les véhicules dérivés qui rendent opaque la répartition des risques. Au-delà des interrogations sur la solidité des banques, la divergence persistante des taux longs montre que les investisseurs ne croient plus à la convergence, dont la réalisation est au principe même de la zone euro.

Il est vrai que les signaux de la conjoncture macroéconomique montrent que les supports de la croissance sont soit transitoires (la reprise des stocks qui arrive à son terme), soit dus à l'extérieur (la reprise industrielle qui bénéficie essentiellement à l'Allemagne et qui provient du dynamisme des pays émergents et de la baisse de l'euro). Mais la situation désastreuse de l'emploi s'ajoute à la contrainte de désendettement pour déprimer la demande des ménages. C'est pourquoi, en dehors de l'industrie, qui ne fait guère plus de 20 % du PIB, les perspectives sont moroses. C'est en présence du marasme durable du secteur privé qu'il faut examiner l'influence de l'austérité budgétaire.

LES LIAISONS DANGEREUSES ENTRE AUSTÉRITÉ BUDGÉTAIRE GÉNÉRALISÉE ET DÉSENDETTEMENT DU SECTEUR PRIVÉ

Le discours des dirigeants politiques de l'Europe est étrange. Ils prétendent

que les restrictions budgétaires vont préserver la croissance, voire l'augmenter. À quiconque connaît un peu l'histoire, ce qui est fort utile pour ne pas répéter les erreurs du passé, ces affirmations rappellent le commentaire de l'éditorialiste du journal *Le Temps* du 20 juillet 1935 sur le programme Laval d'austérité budgétaire : « La réduction des dépenses publiques, parce qu'elle allège les charges qui pèsent sur la production, parce qu'elle rend l'aisance au marché des capitaux, parce qu'elle tend à remettre en marche le mécanisme du crédit, ne peut qu'accroître le pouvoir d'achat de l'ensemble des consommateurs. » On sait ce qu'il en est advenu et ce que coûte la dénégation de l'insuffisance de demande.

L'erreur cardinale est d'analyser les politiques de rigueur budgétaire hors de la situation de l'endettement global des pays, en séparant endettement public et privé. On étudie la restriction des dépenses budgétaires comme si elles se produisaient à partir d'une situation d'équilibre où les agents privés allaient avoir des réactions « normales ». Mais dans la plupart des pays, la détérioration des finances publiques ne vient que de la prise en charge des conséquences dépressives de l'excès de dettes privées. Or la résorption de cet excès est à peine commencée.

Le tableau 1 (ci-après) donne une idée de l'état des dettes des principaux pays de la zone euro et des deux pays les plus fragiles (Grèce et Irlande) à la fin de l'année 2009.

Il saute aux yeux que les dettes publiques sont d'autant plus faibles que les dettes privées sont élevées, que la

Tableau 1
État des dettes brutes en zone euro à la fin de l'année 2009
(en % du PIB)

	Allemagne	Espagne	France	Grèce	Irlande	Italie
Dettes des ménages	63	86	52	50	107	41
Dettes des entreprises non financières	66	141	64	54	92	80
Dettes privées non financières	129	227	116	104	199	121
Dettes bancaires	78	107	87	67	607	93
Dettes publiques	73	64	78	115	64	116
Dettes nationales	280	387	281	286	870	330

Sources : comptes nationaux, Banque centrale européenne (BCE) et banques centrales nationales ; calculs Groupama-am.

situation la plus aberrante n'est pas la Grèce mais l'Irlande, où la dette bancaire a explosé et où celle des ménages et des entreprises est la conséquence du *dumping* social pour attirer les capitaux étrangers pendant plus de dix ans. Si l'on regarde la dette nationale brute, c'est l'Espagne et surtout l'Irlande dont les situations sont les plus précaires. Mais, bien sûr, les dettes publiques italiennes et grecques sont préoccupantes.

La dette privée est la source du problème, d'autant plus qu'elle est à l'origine d'un régime de surconsommation et de hausse des prix immobiliers qui était insoutenable et particulièrement néfaste à la croissance. Ce régime n'a aucune chance de se rétablir. Pour s'en convaincre, les données américaines sont éloquentes, car c'est le pays qui a donné le « la » de l'emballement irresponsable de la finance de marché. Aux États-Unis, l'utilité marginale de la dette, c'est-à-dire l'accroissement du PIB tiré de 1 dollar supplémentaire de dette

privée, est passée de 0,6 à la mi-1990 à 0,2 en 2006.

La leçon de tout cela est que le secteur privé résident n'est pas en état de compenser l'impact négatif de la rigueur budgétaire. La zone euro est menacée de déflation et de rechute en récession. Le pari pour l'éviter résulte exclusivement, puisque le secteur privé des États-Unis se trouve dans une situation semblable, de l'essor des pays émergents renforcé par la baisse de l'euro. C'est un pari risqué puisqu'il signifie l'inversion des mouvements de capitaux qui avaient accompagné les déséquilibres financiers des années 2000 et la formation durable d'un excédent substantiel des paiements courants de la zone euro.

On comprend alors fort bien où se trouve l'erreur dans le raisonnement économique. Pour que l'austérité budgétaire produise de la croissance, c'est-à-dire pour que le multiplicateur budgétaire soit négatif, il faut une double réaction du secteur privé. Du côté des ménages, il faut que l'antici-

pation d'avoir à payer moins d'impôts dans l'avenir les incite à désépargner et à s'endetter pour consommer plus. Du côté des entreprises, il faut que les moindres dépenses budgétaires fassent baisser les taux d'intérêt et les poussent à investir.

Ces mécanismes n'ont aucune raison de se produire dans une situation d'excès d'endettement privé et de désendettement impératif. Les baisses de richesse subies par les ménages, le chômage endémique, l'érosion des revenus salariaux et l'extrême prudence des banques, renforcée par les perspectives de la nouvelle régulation financière, interdisent absolument de penser qu'ils peuvent relancer une vague de consommation. Épargner plus et diminuer les charges des dettes constituent les impératifs de l'époque. Quant aux taux d'intérêt, hormis dans les pays qui ont pâti de l'angoisse des investisseurs financiers, ils sont au plus bas. Qui peut bien penser qu'ils vont encore baisser et que les entreprises vont se mettre à investir avec cette seule incitation? On feint de croire qu'elles avaient précédemment subi une éviction par la demande publique, alors que les déficits publics n'ont augmenté que pour tirer le secteur privé d'un tourbillon dépressif!

CARENANCES POLITIQUES ET STRUCTURELLES

La zone euro n'est pas un espace économique intégré, c'est un régime monétaire international. Pour comprendre la paralysie politique devant

l'adversité de la crise, il faut réfléchir au-delà des considérations macro-économiques. Il faut bien saisir la nature de la zone euro. Lorsque le projet de l'Union économique et monétaire (UEM) a été décidé au début des années 1990, beaucoup de ceux qui l'ont soutenu ont fait le pari que c'était une promesse de souveraineté. Parce que la monnaie est un bien public, une monnaie unique devait être complétée par une souveraineté politique, créant notamment une solidarité budgétaire et des politiques macroéconomiques coordonnées. Rien de tel ne s'est produit. Comme les unions monétaires du passé en Europe, l'UEM est un régime monétaire international. Ce régime est particulier du fait de l'euro qui accroît sensiblement le coût de la désintégration. C'est ce coût qui provoque des réactions de défense au bord du gouffre, comme la création en un week-end de l'énorme fonds de stabilisation. Mais ce n'est qu'une réaction négative. La coopération positive, si tant est qu'elle n'ait jamais eu lieu, s'est irrémédiablement délitée par absence totale de pilotage macro-économique.

En effet, dans un régime monétaire international, la coopération, qui implique la formation d'une fonction d'utilité collective, ne va pas de soi. L'équilibre coopératif peut bien être supérieur à tous les autres pour la zone euro dans son ensemble. Il n'en est pas moins inatteignable. Car c'est l'interaction des intérêts nationaux qui s'impose. Elle produit des équilibres multiples. Lorsque la zone est asymétrique, la théorie des jeux montre que la stabilité hégémonique

est un équilibre stable, à condition que l'hégémon accepte le *leadership*, c'est-à-dire englobe dans sa politique les intérêts des autres. Or l'Allemagne refuse le *leadership*. Elle affirme une position mercantiliste qui est intrinsèquement non coopérative.

Il faut bien comprendre que l'Allemagne le fait pour des raisons structurelles objectives qui rendent fort improbable un changement unilatéral d'attitude de ses dirigeants. La population allemande est vieillissante, bien plus que celle de la France, et rapidement décroissante. Les mentalités en vigueur dans la société civile ne tolèrent ni le recours massif à l'immigration, ni les politiques familiales qui pourraient faire fortement augmenter le taux de fécondité et la participation des femmes à la population active. Il s'ensuit que la demande des ménages est plate et le restera. L'Allemagne ne peut en aucun cas être le consommateur en dernier ressort pour la zone euro. Mais elle dispose d'un système industriel redoutablement efficace. En menant continuellement des politiques de désinflation compétitive, elle dégage en permanence des exportations qui lui permettent de conjurer le chômage. Sa politique est donc optimale selon sa fonction d'utilité collective. Mais là où le bas blesse, c'est lorsque les dirigeants allemands, les économistes et les milieux d'affaires disent à tous les autres pays : « Faites comme nous. » L'idée de transformer toute la zone euro en une grande Allemagne est absurde. Poussée à l'extrême, elle ne peut qu'aboutir à une cassure entre un bloc germanique et les autres, donc à une désintégration de la zone euro.

VOIES DE RENOUVEAU : LIER ÉTROITEMENT CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE ET CROISSANCE POTENTIELLE

La croissance de la zone euro ralentit irrémédiablement depuis plus de quarante ans (cf. tableau 2 ci-après). Au lieu de stopper le déclin, la fameuse stratégie de Lisbonne, annoncée à l'époque avec force autosatisfaction et rodомontades par les chefs d'État et de gouvernement, l'a accentué.

Le contraste entre la zone euro et les États-Unis est saisissant. Depuis trois décennies et demie, la croissance tendancielle de la zone euro est largement inférieure à la croissance américaine, laquelle n'a pas décéléré si l'on excepte la dernière période qui englobe la crise et qui ne couvre qu'une demi-décennie. Ce phénomène dépasse très largement l'incidence de la démographie. Il exprime une incapacité d'innovation technologique et un défaut d'articulation des politiques macroéconomiques et des politiques structurelles.

En effet, les instances européennes, notamment dans la philosophie de la promotion du marché unique et de la séparation de la politique monétaire des politiques gouvernementales, font fausse route sur deux principes essentiels. Le premier concerne la séparation de la politique macroéconomique et des politiques structurelles reposant sur la théorie de la croissance exogène à la Solow, c'est-à-dire sur l'idée que l'offre potentielle est indépendante de la demande et ne peut être rehaussée

Tableau 2
Croissances potentielles comparées : zone euro et États-Unis
 (en %)

Pays	Taux de croissance annuels moyens				
	1965-1974	1975-1984	1985-1994	1995-2004	2005-2009
Allemagne	3,7	2,2	2,5	1,4	0,5
Espagne	5,7	2,3	2,8	2,9	0,8
France	4,7	2,6	2,1	2,0	0,9
Italie	4,6	2,9	2,0	1,4	0,1
Zone euro	4,5	2,5	2,3	1,9	0,9
États-Unis	3,7	3,2	2,8	3,3	1,3

Source : Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), *Economic Outlook*, annexe, tableaux A1 et A2, différentes éditions.

que par des politiques microéconomiques. Le deuxième principe erroné est que les politiques structurelles peuvent être menées séparément au niveau national. Seule la concurrence compte. Il n'y aurait donc pas besoin de mener de grands projets coopératifs au niveau européen pour élever le niveau technologique et bénéficier d'une augmentation de la productivité globale des facteurs.

Le premier postulat est remis en cause par la théorie de la croissance endogène. Ces modèles montrent que des synergies existent entre politique de demande et politique d'offre, qui, coordonnées, permettent de modifier le profil de croissance. En lissant les cycles, une politique active de demande augmente la croissance potentielle. Si la croissance n'est pas stimulée de manière à monter temporairement au-dessus du potentiel au sortir d'une récession, l'investissement perdu pendant cette dernière n'est jamais rattrapé et le potentiel de croissance futur est amoindri. En outre, le man-

que de réaction à une croissance en dessous du potentiel entraîne la dévalorisation du capital humain à cause du chômage de longue durée ; ce qui affaiblit la capacité d'innovation future. C'est ainsi que la baisse systématique de la croissance dans les pays de la zone euro est étroitement liée à la grande difficulté de ces pays de rebondir à la suite d'une récession. Depuis le début des années 1980, la politique de la demande a été asymétrique. L'*output gap* a été inférieur au niveau du plein-emploi soutenable pendant plusieurs années à chaque retournement conjoncturel, mais il n'a jamais été supérieur dans les reprises retardées. Cette asymétrie a fait reculer systématiquement la croissance potentielle. Cette évolution risque de s'amplifier avec la conjonction des politiques de rigueur budgétaire et de l'ajustement du secteur privé à la contrainte d'endettement. La croissance potentielle risque de ne pas pouvoir dépasser 1,5 %.

Le deuxième postulat est remis en

cause par l'importance que la croissance endogène donne à l'investissement public. La complémentarité de l'investissement public et de l'investissement privé contrecarre la baisse de la productivité marginale du capital au fur et à mesure que l'accumulation progresse. Cela veut dire que les politiques de rigueur budgétaire doivent sortir de la logique purement comptable de feu le Pacte de stabilité et de croissance pour s'engager dans une restructuration conjointe des recettes et des dépenses. Du côté recettes, les impôts doivent être profondément restructurés pour réduire les inégalités et inciter les acteurs privés à s'engager dans la vague d'innovations de la croissance verte. Du côté dépenses, les États doivent s'engager dans les investissements à haut risque et à horizon long de rentabilité que le secteur privé ne saurait entreprendre seul. Du fait de la rareté des ressources budgétaires et de la forte synergie de ces types d'investissements dans l'énergie, les transports et la rénovation urbaine, les associations publiques privées sont indispensables dans le financement et ont la plus grande efficacité au niveau européen.

Cette question cruciale de l'innovation capable de soutenir la pérennité des modèles sociaux qui font la qualité des modes de vie en Europe est la seule manière d'infléchir les vues allemandes vers la coopération. Les dirigeants allemands doivent pouvoir comprendre que la montée en puissance des pays émergents dans tous les domaines sape les avantages comparatifs sur lesquels repose leur industrie dans les biens d'équipement. De même que les pays de la zone euro sont passés à côté de la vague d'innovations des techno-

logies de l'information au début des années 1990, parce que la crise du système monétaire européen (SME) et le respect des critères pour être éligibles à l'UEM ont étouffé l'investissement jusqu'en 1998, le piège croisé de la rigueur budgétaire et du désendettement privé peut détruire l'avance de l'Europe dans les technologies de l'environnement et de l'adaptation au changement climatique.

Il est bien connu que les dépenses de R&D (recherche et développement) et d'éducation supérieure sont insuffisantes (extrêmement faibles en Europe du Sud) et peu coordonnées entre les pays. Les projets à l'échelle européenne capables de canaliser les efforts de recherche sont trop rares. Encore faut-il orienter les investissements vers la réduction de l'intensité carbone (énergies renouvelables bas carbone), l'adaptation au changement climatique (transport et habitat) et les innovations majeures dans la santé (bio-ingénierie). Au côté de l'initiative publique dans la dépense, il faut que les structures de rendement et de risque amènent le secteur privé à changer ses choix d'investissement. Ce sont les domaines des politiques fiscale et financière.

Dans le domaine fiscal, la réforme la plus importante est l'introduction d'une fiscalité carbone à l'échelle de l'Europe. Un prix garanti du carbone (progressif dans le temps jusqu'en 2020) réduirait la prime de risque des investissements à long terme de grande taille et de rendements incertains. Une taxe carbone européenne sur l'ensemble des produits en fonction de leur contenu carbone (avec prélèvement aux frontières) est le meilleur outil pour

changer les prix relatifs de manière à faire évoluer la structure productive. L'affectation du produit de la taxe devrait servir en partie à compenser le coût accru de la consommation pour les populations à faible revenu et en partie à la réduction des cotisations sociales. Cette affectation a l'avantage du double dividende. La baisse de l'intensité énergétique et la hausse de l'intensité du travail des processus de production résultant de ce changement des prix relatifs relèveraient la compétitivité des industries européennes et maximiseraient l'effet sur l'emploi.

Dans le domaine financier, l'initiative politique la plus importante serait d'accroître le budget européen et de dédier cet accroissement au financement de la nouvelle vague technologique. Une bonne idée serait de créer un fonds vert européen capitalisé par l'accroissement du budget européen pour garantir les risques de long terme impossibles à couvrir par des méca-

nismes de marché. Muni de ce capital, ce fonds émettrait des obligations de la plus haute qualité en direction d'investisseurs qualifiés (*pools* d'investisseurs de type Fonds Marguerite), de manière à créer un levier de financement considérable (1 000 Md€ d'encours pour 100 Md€ de capital). Le fonds financerait des projets de *venture capital* dans les systèmes énergétiques et la rénovation urbaine. Il pourrait prêter à des banques de développement ou à des fonds spécialisés dans l'environnement et acheter les obligations titrisées de crédits à des PME intervenant dans la rénovation de l'habitat.

En conclusion, une nouvelle croissance en Europe passe par des réformes communes : une refonte fiscale, un budget européen accru et une nouvelle forme d'intermédiation financière pilotée par un fonds européen qui mobilise l'épargne collectée par les investisseurs de long terme.