

# La zone euro écartelée

par [Céline Antonin](#), [Christophe Blot](#), Sabine Le Bayon et Danielle Schweisguth

*Ce texte résume [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie de la zone euro](#).*

Après six trimestres de baisse, le PIB de la zone euro a renoué avec la croissance au deuxième trimestre 2013. Ce redémarrage de l'activité est un signal positif que corroborent également les enquêtes de conjoncture. Il montre que la zone euro a cessé de s'enfoncer dans les profondeurs de la dépression. Il serait cependant prématuré de conclure que la reprise est enclenchée, car ce niveau de croissance trimestriel (0,3 %) est insuffisant pour entraîner une décrue significative du chômage. En octobre 2013, le taux de chômage se stabilise à un niveau record de 12 % de la population active. Surtout, la crise laisse des stigmates et crée de nouveaux déséquilibres (chômage, précarité et déflation salariale) qui seront autant de freins à la croissance à venir, en particulier dans certains pays de la zone euro.

Plusieurs facteurs permettent d'anticiper un redémarrage de l'activité qui devrait perdurer au cours des prochains trimestres. Les taux d'intérêt souverains de long terme ont baissé, notamment en Espagne et en Italie. Cela témoigne de l'éloignement de la menace d'un éclatement de la zone euro et ce, en partie grâce au soutien conditionnel annoncé par la BCE il y a un peu plus d'un an (voir [Amis des acronymes : voici l'OMT](#)). Surtout, l'austérité budgétaire devrait s'atténuer parce que la Commission européenne a accordé des délais supplémentaires à plusieurs pays, dont la France, l'Espagne ou les Pays-Bas, pour résorber leur déficit budgétaire (voir [ici](#) pour un résumé des recommandations formulées par la Commission européenne). Par les mêmes mécanismes que nous avons décrits dans nos précédentes prévisions, il résulte de cette moindre

austérité (-0,4 point de PIB d'effort budgétaire en 2013 contre -0,9 en 2013 et -1,8 en 2012) un peu plus de croissance. Après deux années de récession en 2012 et 2013, la croissance s'établirait à 1,1 % en 2014.

Cependant, cette croissance sera insuffisante pour effacer les traces laissées par l'austérité généralisée mise en œuvre depuis 2011 et qui a précipité la zone euro dans une nouvelle récession. En particulier, les perspectives d'emploi ne s'améliorent que très lentement car la croissance est trop faible. Depuis 2008, la zone euro a détruit 5,5 millions d'emplois et nous n'anticipons pas une franche reprise des créations nettes d'emploi. Le chômage pourrait diminuer dans certains pays mais cette baisse s'expliquera principalement par des retraits d'activité de chômeurs découragés. Dans le même temps, la réduction de l'austérité ne signifie pas qu'il n'y aura plus d'austérité. A l'exception de l'Allemagne, les efforts de consolidation budgétaire se poursuivent dans tous les pays de la zone euro. Qu'elle passe par la réduction des dépenses publiques ou par une hausse de la pression fiscale, les ménages supporteront l'essentiel du fardeau de l'ajustement. Dans le même temps, la persistance d'un chômage de masse continuera à alimenter les pressions déflationnistes déjà à l'œuvre en Espagne ou en Grèce. Dans ces pays, l'amélioration de la compétitivité qui en résulte stimulera les exportations, mais au prix d'une demande interne de plus en plus affaiblie. La paupérisation des pays du sud de l'Europe va donc s'accroître. En 2014, la croissance dans ces pays sera de nouveau inférieure à celle de l'Allemagne, l'Autriche, de la Finlande ou de la France (tableau).

Par conséquent, la zone euro deviendra de plus en plus hétérogène, ce qui pourrait cristalliser les opinions publiques des différents pays contre le projet européen et rendre la gouvernance de l'union monétaire encore plus difficile tant que les intérêts nationaux divergeront.

Tableau. Croissance dans la zone euro

En %

	2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
DEU	0,0	0,7	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,9	0,9	1,5
FRA	-0,2	0,5	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,0	0,1	1,3
ITA	-0,6	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-2,4	-1,8	0,4
ESP	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	-1,6	-1,4	0,7
NLD	-0,4	-0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	-1,3	-1,1	1,1
BEL	0,0	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,3	0,1	1,6
IRL	-0,6	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,1	-0,5	1,4
PRT	-0,4	1,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	-3,2	-1,7	1,0
GRC	1,1	9,6	0,5	-1,1	-3,9	1,2	1,3	1,5	-6,4	-4,1	-0,4
AUT	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,4	1,3
FIN	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	-0,8	-0,9	1,7
EUZ	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,3	1,1

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2013.

# La crise sur un plateau

par [Xavier Timbeau](#)

Ce texte résume [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie mondiale](#).

Six années après le début de la crise financière et économique, l'accélération attendue de la croissance mondiale en 2014 (tableau 1) aurait pu laisser espérer la fin du marasme. Certes, la crise des dettes souveraines en zone euro est terminée, ce qui constitue une étape importante, mais, au-delà de quelques chiffres positifs, rien n'indique que la crise est finie. L'activité en zone euro a atteint un plateau et les mécanismes à l'origine de la crise des dettes souveraines dans la zone – la crainte du défaut sur les dettes publiques ou privées – peuvent faire replonger à tout instant les économies, des États-Unis comme de l'Europe, du Royaume-Uni comme celle du Japon.

**Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale**

Taux de croissance annuels, en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		2012	2013	2014
EUZ	15,5	-0,5	-0,4	0,9
GBR	3,2	0,1	1,3	1,7
USA	20,8	2,8	1,5	2,4
Japon	6,3	2,0	2,0	1,0
Pays développés	53,5	1,3	0,9	1,7
Monde	100	2,8	2,5	3,1

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2008 estimés par le FMI.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2013.

La crise est globale et présente des caractéristiques peu ou jamais observées dans le passé. Ainsi, les taux d'intérêt souverains sont exceptionnellement bas, sauf dans les pays dont les marchés financiers doutent, mais dont le poids dans la masse globale de dette publique est faible. Cela indique une situation de trappe à liquidité où la politique monétaire conventionnelle a atteint ses limites et où la capacité des institutions monétaires à énoncer un avenir auto-réalisateur est cruciale. Or, comme pendant la crise de 1929, le débat fait rage sur cette capacité et suscite beaucoup d'interrogations quant à la sortie de crise. La politique monétaire est au cœur de cette incertitude : les mesures extraordinaires mises en place retiennent-elles les économies au bord du gouffre ? Les retirer est-il opportun ? Ou bien n'a-t-on fait qu'improviser un pis-aller dont les conséquences inflationnistes seront la source d'une prochaine crise ?

L'activité économique, mesurée par le PIB de l'ensemble de la zone euro, ne se contracte plus. Pour autant, la situation de sous-activité ne se résorbe pas. Or, tant que les économies restent en situation de sous-activité, les effets de la crise persistent et se diffusent au cœur des sociétés. Que l'on observe le PIB par tête, les écarts de production ou le chômage, les indicateurs nous décrivent un plateau, largement en deçà de 2007. Ainsi, la persistance du chômage au-dessus de son niveau d'équilibre gonfle-t-elle les cohortes de chômeurs

non-indemnisés ou de longue durée. Le niveau élevé du chômage pèse sur la cohésion sociale et menace les sociétés bâties sur l'intégration par le travail. Les chômeurs sont renvoyés vers les solidarités familiales ou vers les filets de protection sociale, eux-mêmes soumis à la consolidation budgétaire. Les jeunes entrant sur le marché du travail retardent leur accès à l'emploi et porteront longtemps les stigmates de ce chômage initial sur leurs salaires ou leurs carrières.

Mais le chômage a une incidence plus large. La peur de perdre son emploi, de voir son entreprise fermée ou délocalisée se diffuse à ceux qui ont un emploi et dont les salaires finissent par être affectés ou qui sont contraints d'accepter des conditions de travail dégradées. C'est ainsi que l'Europe du Sud s'engage dans la déflation salariale et, par le jeu de la concurrence, y entraînera les pays voisins.

Cette absence de reprise ne doit pas surprendre. Un programme généralisé et massif de consolidation budgétaire a été conduit dans les pays développés. Le cumul des impulsions de 2008 à 2013 permet de faire le bilan de la stimulation des économies pendant la récession de 2008/09 puis de la consolidation qui a suivi (tableau 2).

**Tableau 2. Impulsions budgétaires 2008-2014**

En points de PIB								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2008-14
DEU	0,1	0,6	1,3	-1,1	-1,2	0,2	0,1	0
AUT	-0,2	0,3	0,5	-1,4	-0,3	-0,9	-0,4	-2,4
BEL	0,6	1,9	-0,1	0,1	-0,6	-1,0	-0,5	0,4
ESP	2,4	2,0	-1,4	-1,3	-3,4	-1,6	-1,0	-4,3
FIN	-0,8	0,4	1,3	-0,7	-0,3	-1,4	-0,3	-1,8
FRA	-0,1	2,7	-0,5	-1,8	-1,2	-1,4	-0,7	-3,0
GRC	3,0	3,2	-7,6	-5,5	-3,9	-3,3	-1,7	-15,8
IRL	4,9	2,2	-4,2	-1,5	-2,0	-1,7	-1,7	-4,0
ITA	-0,5	0,9	-0,7	-0,4	-3,0	-1,5	-0,6	-5,8
NLD	-0,4	4,0	-1,1	-0,5	-1,4	-1,5	-1,0	-1,9
PRT	-0,1	5,0	-0,3	-3,7	-3,9	-1,5	-1,5	-6,0
EA (11)	0,3	1,7	-0,3	-1,2	-1,8	-0,9	-0,4	-2,6
USA	3,0	3,8	-0,8	-1,3	-1,4	-1,5	-0,7	1,1
GBR	0,6	2,8	-2,7	-3,2	-0,5	-1,0	-1,0	-5,0
JPN	-0,9	4,8	0,5	0,5	0,5	1,9	-1,3	6,0

Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE octobre 2013.

Le débat sur les multiplicateurs budgétaires, à partir des analyses empiriques basées sur des modélisations structurelles ou l'examen systématique des épisodes historiques, valide la causalité allant des impulsions budgétaires vers les écarts de production. Une grande part de l'écart de production en 2013 résulte de la consolidation budgétaire. Il n'y a pas d'effet permanent de la crise sur l'activité, mais la conséquence d'une austérité budgétaire sans précédent.

Les pays développés se sont engagés dans cet effort de consolidation sous la pression des marchés financiers, relayée par les autorités européennes. La crainte de difficultés pour financer la dette publique (dont le renouvellement se fait dans des proportions importantes chaque année et dont la maturité est de l'ordre de 10 ans dans les pays développés), voire la crainte de perte de l'accès au financement, s'est matérialisée par une hausse des taux souverains et n'a pas laissé beaucoup de possibilités aux États. Pour regagner du crédit, il fallait prouver sa capacité à réduire son déficit, quel qu'en soit le prix. La consolidation qui en a résulté n'a été faite que de façon préventive. Les exemples grec, mais aussi portugais, espagnol ou italien illustreraient le risque à ne pas avoir des finances publiques ordonnées. Pour certains, dont les économistes de la Commission européenne, c'est en fait la consolidation massive engagée dans les pays membres qui a permis de mettre fin à la crise de la zone euro. Il existe pourtant une explication alternative et lourde de sens quant à l'opportunité de la consolidation budgétaire : le rôle pris par la Banque centrale européenne et les engagements solidaires implicites des pays de la zone euro ont été plus convaincants que les politiques économiques qui ont prolongé et aggravé la récession.

Le désendettement public et privé des économies est la clef de la sortie de la crise. Il nécessite une stratégie claire et raisonnable combinant retour de l'activité et réduction du

chômage, maintien des taux d'intérêt souverains à un niveau bas et consolidation budgétaire à un rythme bien tempéré. Cette stratégie demande une maîtrise du calendrier, une constance dans la politique suivie, une coordination entre États et entre agents économiques au sein des États. En zone euro, elle repose sur un engagement crédible des États membres vers l'assainissement budgétaire à moyen terme et un engagement de la Banque centrale européenne pour que les écarts de taux soient réduits au maximum. La discipline budgétaire par les marchés ne fonctionne pas, il faut lui opposer la volonté politique de la stabilité économique.

---

## La zone euro est-elle sortie de récession ?

Par [Philippe Weil](#)

Le [Euro Area Business Cycle Dating Committee](#) du [Centre for Economic Policy Research](#) (CEPR) de Londres s'est penché le 9 octobre dernier à l'OFCE sur cette épineuse question (voir [ici](#) la composition de ce comité que je préside). La mission du comité est d'établir une chronologie des récessions et expansions dans la zone euro, inspirée de celle, [remontant à 1854](#), que le [National Bureau of Economic Research](#) a fixé pour les États-Unis.

Une telle chronologie présente deux intérêts.

Le premier intérêt est qu'elle permet aux économistes de s'interroger sur les caractéristiques de la conjoncture européenne. Les récessions sont-elles de durée courte ou longue ? Fréquentes ou rares ? Profondes ou légères ? La zone euro évolue-t-elle de concert avec l'économie américaine ? Le

ralentissement de l'activité économique dû à la crise financière est-il inhabituel (plus persistant que d'ordinaire, plus marqué) ? Sans une définition précise du calendrier des hauts et des bas de l'activité économique et sans un portrait-robot des fluctuations conjoncturelles, on ne peut apporter de réponse à ces questions pourtant élémentaires.

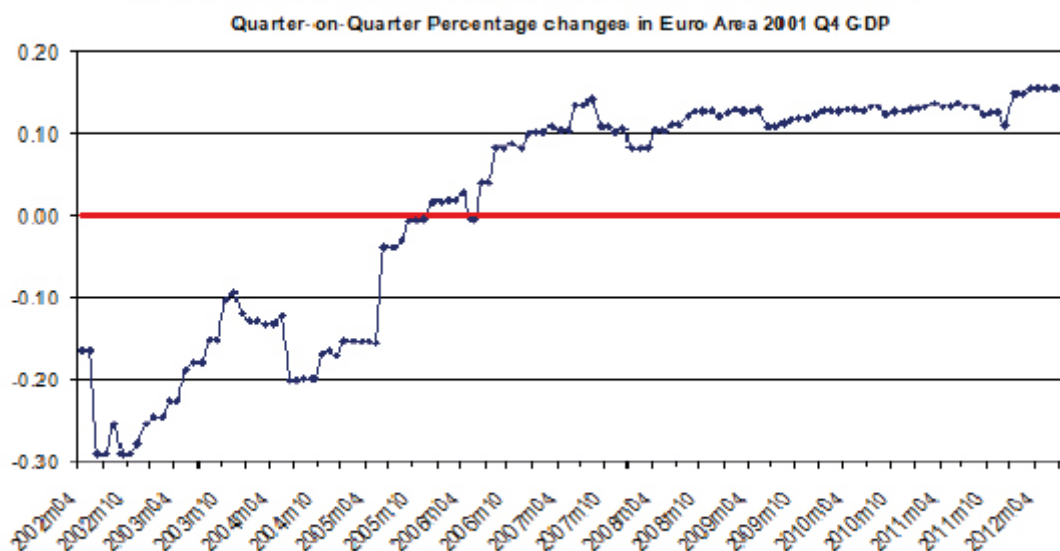
Le second intérêt de cette chronologie est que son établissement exige de se pencher sur toutes les composantes de l'activité économique : le PIB, bien sûr, mais aussi la consommation, l'investissement et surtout l'emploi (nombre de personnes en emploi, nombre d'heures travaillées). Selon l'exercice de datation du CEPR, une expansion est en effet une période où l'activité économique, dans toutes ses facettes, croît de façon significative. Ce n'est donc pas nécessairement un épisode d'au moins deux trimestres consécutifs (et encore moins d'un seul trimestre !) d'augmentation du PIB. Par exemple, le comité de datation du CEPR a identifié comme une récession de la future zone euro [la période courant du premier trimestre de 1980 au troisième trimestre de 1982](#) alors que le PIB réel avait crû durant plusieurs trimestres pendant cette période et qu'il était plus élevé à la fin de la récession qu'au début ! Les coupables en étaient l'investissement et l'emploi qui avaient fortement décliné pendant cette période.

Pour rajouter à la complexité de l'exercice de datation, il faut se rappeler qu'il doit composer avec une dure réalité : les statistiques économiques nous parviennent avec retard et sont ensuite révisées, parfois significativement, au cours du temps. Contrairement aux météorologistes qui connaissent la température au sommet de la Tour Eiffel en temps réel, les économistes n'ont en effet aucune idée, par exemple, du niveau du PIB du mois ou du trimestre courant. Les premières estimations ne sont publiées qu'après plusieurs mois (par exemple, le premier *flash estimate* du PIB de la zone euro pour le troisième trimestre de 2013 ne sera publié par Eurostat que le 14 novembre 2013) et il arrive que des taux de croissance



qui semblent positifs d'après les premières estimations se révèlent, après révisions ultérieures, négatifs – ou vice-versa. En se penchant sur tous les déterminants de l'activité économique (notamment l'emploi), et pas seulement sur le PIB, le comité pare (jusqu'à présent avec succès) à cette imperfection des données et évite de déclarer l'existence, par exemple, d'une récession qui ne serait qu'un mirage statistique effacé après révision ultérieure des données. Ainsi, le comité n'avait pas [déclaré en septembre 2003](#) l'existence d'une récession entre 2001 et 2003 alors que les données montraient à l'époque une baisse du PIB (mais jamais, il est vrai, pendant deux trimestres consécutifs). Il avait conclu à l'existence d'une *pause prolongée* dans un épisode d'expansion. Bien lui en a pris, car les révisions ultérieures du PIB ont effacé ces trimestres de déclin de l'activité économique (voir graphique 1). Son diagnostic était donc avisé.

**Graphique 1. Révisions du taux de croissance du quatrième trimestre de 2001 depuis avril 2002 (en point de %, taux de croissance par rapport au trimestre précédent)**



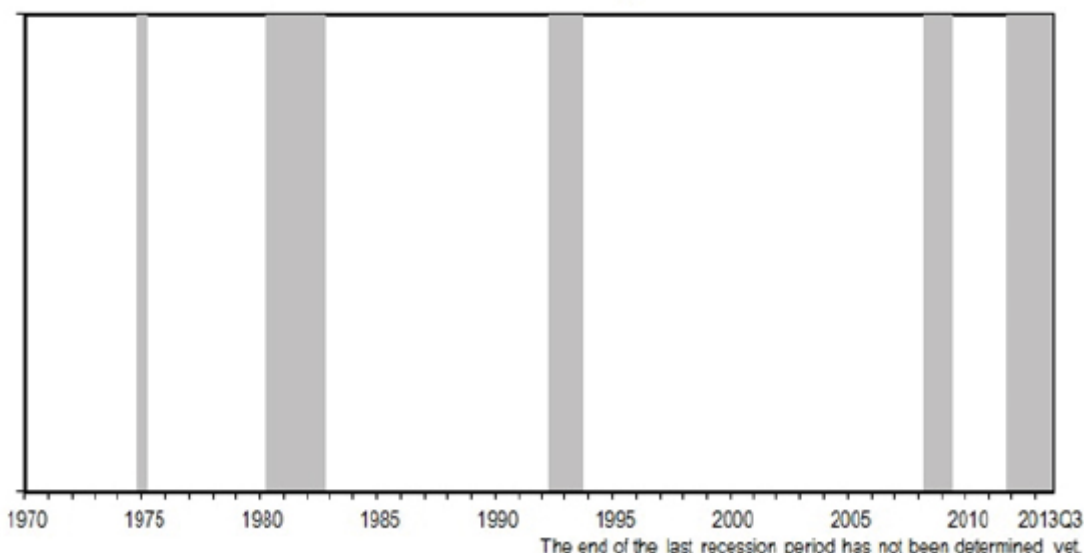
Source : EBC Monthly Bulletin.

Revenons à la zone euro telle que nous l'observons en octobre 2013. Elle a connu un [pic d'activité au troisième trimestre 2011](#) et, depuis son entrée en récession à cette date, elle a connu une croissance trimestrielle faiblement positive au deuxième trimestre de 2013. La première estimation du

troisième trimestre 2013 ne sera connue, comme je l'ai indiqué plus haut, que le 14 novembre prochain. Certes, plusieurs indices concordants indiquent que l'activité sera orientée à la hausse et que les perspectives macroéconomiques pour 2014 sont plus favorables. Mais le comité de datation a néanmoins observé [le 9 octobre dernier](#) qu'il était prématuré, à la date où il s'est réuni, de conclure que la zone euro était sortie de récession. En effet, ni la durée ni l'ampleur de la reprise putative de l'activité économique ne sont suffisantes pour conclure d'ores et déjà à la fin de la récession. Ce jugement n'est pas basé sur l'absence, pour l'instant, de deux trimestres consécutifs de croissance du PIB car tel n'est pas le critère, mécanique, qui guide la réflexion du comité. Il ne reflète pas non plus un pessimisme quelconque sur les perspectives économiques pour 2014 car le comité ne fait pas de prévision. L'évaluation du comité repose simplement sur l'examen de l'ensemble des données disponibles le jour de sa réunion. Le comité n'exclut pas que la zone euro ne connaisse qu'une pause dans la récession commencée il y a un an.

**Graphique 2. Récessions de la zone euro d'après le CEPR**

CEPR based Recession Indicator  
for Euro Area Business Cycles



Note : Les « bandes grises » correspondent aux épisodes de récession tels qu'évalués par le CEPR. La sortie du dernier épisode de récession n'est pas encore déterminée.

---

# Chocs, chômage et ajustement, les limites de l'union monétaire européenne

Par [Christophe Blot](#)

Dans un article paru en 2013 dans *Open Economies Review*[\[1\]](#), C. A. E. Goodhart et D. J. Lee comparent les mécanismes de sortie de crise aux Etats-Unis et en Europe. S'appuyant sur une comparaison de la situation de trois Etats (l'Arizona, l'Espagne et la Lettonie) confrontés à un krach immobilier et à une récession, les auteurs explorent les raisons de la divergence croissante observée entre les pays de la zone euro, divergence qui ne se retrouve pas aux Etats-Unis. Leur analyse s'appuie sur les critères de zones monétaires optimales permettant aux membres d'une union monétaire de s'ajuster en cas de choc négatif, et ainsi d'éviter une divergence pérenne de leur taux de chômage lors d'un ralentissement ou d'un recul de l'activité. Si la Lettonie ne fait pas formellement partie d'une union monétaire[\[2\]](#), sa monnaie est cependant restée solidement ancrée à l'euro pendant la crise. Ainsi, aucun des Etats étudiés par Goodhart et Lee n'a eu recours à une dévaluation nominale pour absorber les chocs financiers et réels auxquels ils ont été confrontés. Ils concluent que si l'Arizona a mieux absorbé les chocs que l'Espagne, c'est à la fois en raison de la plus grande solidarité fiscale qui existe entre les Etats des Etats-Unis et de la plus forte intégration du système bancaire américain qui contribue à amortir les chocs spécifiques à chaque Etat.

Outre l'appartenance *de jure* ou *de facto* à une union monétaire, l'Arizona, l'Espagne et la Lettonie ont en commun

d'avoir enregistré un boom immobilier dans les années 2000 suivi d'une correction qui a débuté dès 2006 dans l'Arizona et en Lettonie, et un an plus tard en Espagne (graphique 1). La crise immobilière s'accompagne d'une récession et l'on retrouve le même décalage entre l'Espagne et les deux autres Etats. La Lettonie a enregistré la baisse d'activité la plus forte (-21 % entre 2007 et 2010). En revanche, les pertes d'activité enregistrées par l'Arizona (-5,5 % depuis 2007) et l'Espagne (-5 % depuis 2008) sont comparables. Tandis que l'ajustement à la baisse du marché immobilier a cessé en Arizona (la reprise est enclenchée dans l'Etat américain), la récession se poursuit en Espagne. Au total, cette différence dans l'ajustement se traduit par une hausse continue du chômage en Espagne alors qu'il a baissé de 2,8 points en Arizona depuis le pic atteint au premier trimestre 2010 (graphique 2).

L'enlissement de l'Espagne dans la récession et la divergence croissante des économies dans la zone euro pose la question de la capacité des pays de la zone euro à s'ajuster en cas de choc négatif. La théorie des zones monétaires optimales, initialement développée par Mundell en 1961[3], permet d'évaluer les conditions sous lesquelles un pays peut avoir intérêt à adhérer à une union monétaire. L'optimalité de ce choix dépend de la capacité du pays à absorber les chocs sans avoir recours à une dévaluation de la monnaie. Différents mécanismes d'ajustement sont mis en exergue. Il s'agit principalement[4] de la flexibilité des prix et en particulier des salaires, de la mobilité du facteur travail, de l'existence de transferts budgétaires entre les pays de l'union monétaire et de l'intégration financière. La flexibilité des prix correspond à un mécanisme de dévaluation interne. Comme pour la dépréciation de la monnaie, il s'agit de gagner en compétitivité – par une baisse du coût du travail relatif – pour stimuler les exportations et la croissance lorsque survient un choc négatif. Néanmoins, ce type d'ajustement est généralement bien plus long et coûteux comme

le suggèrent les exemples récents de l'Islande et de l'Irlande[5]. La mobilité du travail permet l'ajustement dès lors que la récession conduit des personnes à migrer des Etats où le chômage est élevé vers celui où il est plus faible. La mise en œuvre de transferts budgétaires résulte de l'ensemble des mécanismes permettant aux Etats où la croissance ralentit de bénéficier de transferts stabilisateurs en provenance des autres Etats de l'union ou d'un échelon de gouvernement supérieur. Enfin, Goodhart et Lee considèrent également le rôle stabilisateur du système bancaire local. En l'occurrence, au sein de la zone euro, moins le système bancaire local est fragilisé par la crise immobilière ou celle des dettes publiques, meilleure est l'absorption des chocs.

Les auteurs analysent l'ajustement des économies considérées à l'aune de ces quatre critères. Ils étudient notamment le degré de flexibilité des prix et de mobilité du travail en fonction du chômage dans les trois Etats. Puis ils évaluent l'importance des transferts budgétaires et l'architecture du paysage bancaire. Leurs conclusions sont les suivantes :

1. La flexibilité des prix n'a joué que marginalement dans l'ajustement sauf en Lettonie où la hausse du chômage a entraîné une baisse du coût unitaire du travail. Ces coûts n'ont par contre pas réagi significativement à l'augmentation du chômage en Espagne et dans l'Arizona.
2. Si les migrations sont plus fortes au sein des Etats-Unis qu'en Europe, les différences ne permettent toutefois pas d'expliquer l'écart d'ajustement des taux de chômage. Il ressort cependant que le rôle des migrations en tant que mécanisme d'ajustement se serait renforcé en Europe. Il reste qu'elles sont insuffisantes pour assurer la convergence des taux de chômage.
3. En 2009 et 2010, l'Arizona a bénéficié d'importants transferts du gouvernement fédéral alors qu'au niveau européen, il n'existe aucun mécanisme automatique de transferts entre Etats. Toutefois, la Lettonie a

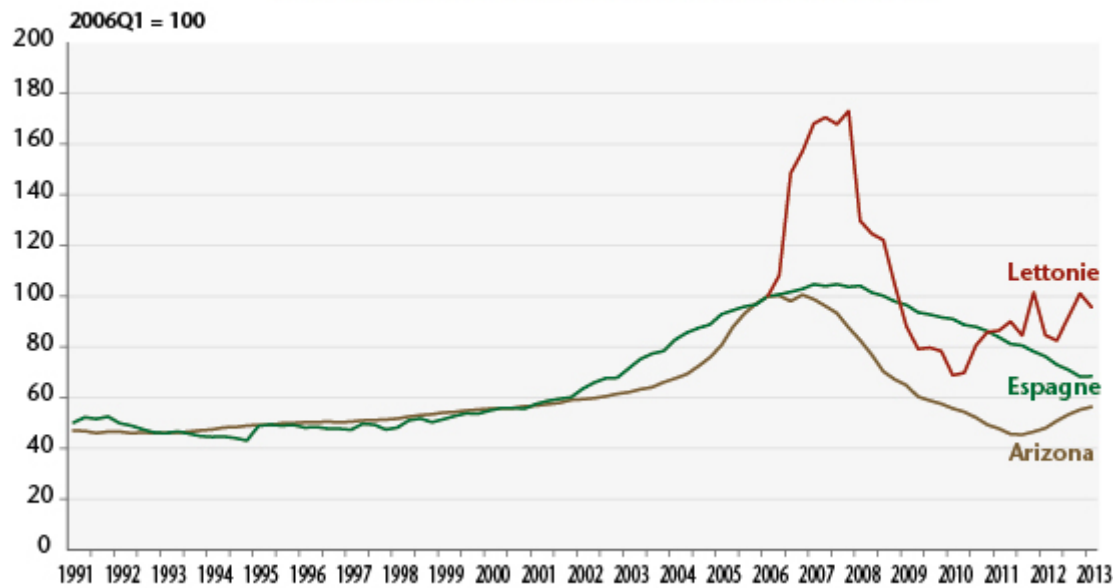
bénéficié de l'assistance du FMI en 2009 tandis que les pays de la zone euro sont venus au chevet des banques espagnoles. Il reste qu'en l'absence de budget européen conséquent, les pays européens ne peuvent bénéficier que de plans d'aide d'urgence qui, certes, permettent de répondre à un besoin de financement, mais sont insuffisants pour jouer le rôle de stabilisateur économique.

4. Enfin, les auteurs soulignent que l'amplification financière des chocs a été moindre en Arizona dans la mesure où l'essentiel de l'activité bancaire y est réalisée par des banques nationales qui sont de fait moins sensibles aux conditions macroéconomiques et financières locales. Le risque de rationnement du crédit est alors atténué, ce qui permet de mieux absorber le choc initial. En Espagne, à l'exception de quelques banques ayant une activité internationale, qui leur permet de diversifier les risques, l'activité bancaire dépend de banques locales qui sont de fait plus vulnérables. Cette fragilité accrue pousse les banques à restreindre l'accès au crédit, ce qui renforce le choc initial. La Lettonie se trouve dans une position alternative dans la mesure où l'activité financière est essentiellement réalisée par des banques étrangères. La nature du risque est alors différente puisque l'activité financière locale est déconnectée des conditions macroéconomiques lettones mais dépend de celles du pays où ces banques – suédoises dans une forte proportion – exercent leur activité principale.

La crise de la zone euro a donc bien une dimension institutionnelle. A partir du moment où les pays ont librement consenti à abandonner leur souveraineté monétaire, ils ont aussi refusé de recourir à la dévaluation de la monnaie pour amortir les récessions. Il est cependant indispensable que des mécanismes d'ajustement alternatifs opèrent afin de garantir la « soutenabilité » de l'unification monétaire. L'article

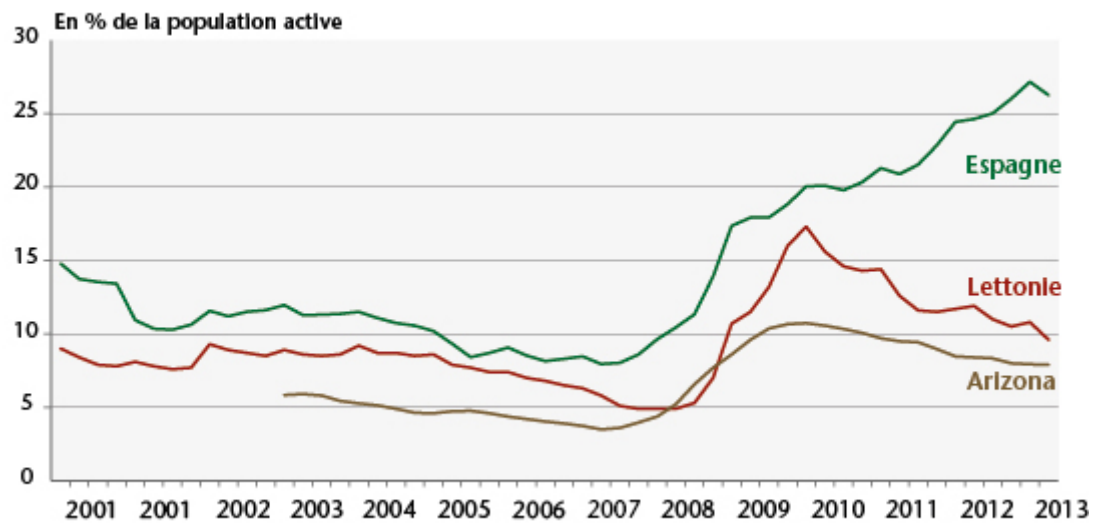
écrit par Goodhart et Lee rappelle à cet égard que ces mécanismes font encore défaut dans la zone euro. Les négociations autour du budget européen n'ont ouvert aucune perspective pour la mise en œuvre de transferts fiscaux permettant de stabiliser les chocs au niveau européen. La discussion sur les *Eurobonds* est au point mort. Si le MES (Mécanisme européen de stabilité) est bien un outil de solidarité entre les Etats membres, il répond à une problématique différente puisqu'il s'agit uniquement d'une aide financière d'urgence et non d'un mécanisme de stabilisation automatique. L'intégration bancaire pourrait aussi permettre d'amortir les fluctuations. Cependant, la crise a entraîné une fragmentation accrue des marchés bancaires européens. Le [dernier rapport](#) sur l'intégration financière en Europe, publié par la BCE, révèle une baisse des flux bancaires transfrontaliers de 30 % au cours de la période récente. De même, malgré la politique monétaire commune, les taux appliqués aux crédits par les banques européennes ont divergé récemment[6] (graphique 3). Ainsi, malgré le passeport bancaire européen issu de la directive européenne du 15 décembre 1989 en matière de reconnaissance mutuelle des agréments délivrés aux établissements de crédit, l'activité bancaire transfrontalière reste peu développée à l'échelle européenne. Le modèle de banque de détail s'appuie sur l'existence de relations de long terme entre la banque et ses clients, ce qui explique sans doute pourquoi le processus d'intégration est beaucoup plus long que pour les marchés obligataires, monétaires ou d'actions. Il reste cependant que l'union bancaire pourrait constituer une étape supplémentaire dans ce difficile processus d'intégration. Cela favoriserait le développement d'une activité transnationale, ce qui permettrait aussi de déconnecter les problèmes de solvabilité et de liquidité des banques et ceux du financement de la dette publique.

**Graphique 1 : Evolution des prix immobiliers en termes réels**



Source : Banque des Règlements Internationaux, Federal Housing Finance Agency.

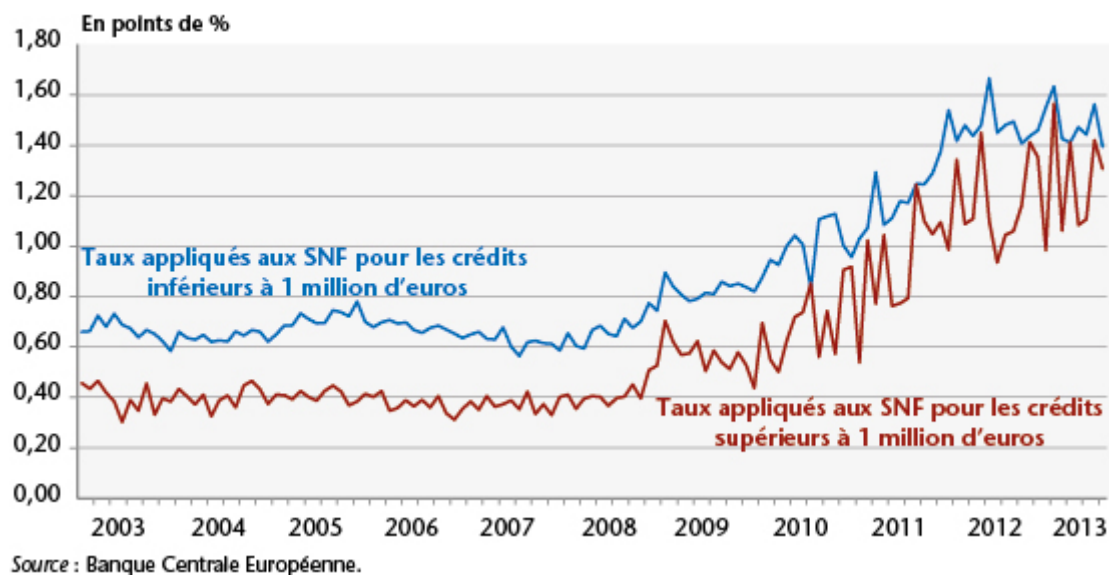
**Graphique 2 : Taux de chômage**



Sources : Bureau of Labor Statistics, Instituto Nacional de Estadística, Agence nationale pour l'emploi (Lettonie).



**Graphique 3 : Dispersion des taux appliqués par les banques de la zone euro**



---

[1] « Adjustment mechanisms in a currency area », *Open Economies Review*, January 2013. Une version préliminaire de l'article peut être téléchargée ici : <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP212.pdf>

[2] La Lettonie participe depuis 2005 au mécanisme de change européen et devrait adopter l'euro au 1<sup>er</sup> janvier 2014.

[3] « A theory of optimum currency areas », *American Economic Review*, vol. 51, 1961.

[4] On peut aussi ajouter le taux d'ouverture de l'économie ou le degré de diversification de la production. Mongelli (2002) propose une revue détaillée de ces différents critères. Voir : « [New views on the optimum currency area theory : what is EMU telling us ?](#) » *ECB Working Paper*, n° 138.

[5] Voir [Blot et Antonin \(2013\)](#) pour une analyse comparative des cas irlandais et islandais.

[6] C. Blot et F. Labondance (2013) proposent une analyse de

la transmission de la politique monétaire aux taux appliqués par les banques aux sociétés non financières ([voir ici](#)) aux prêts immobiliers ([voir ici](#)).

---

# Trop de finance tue-t-il la croissance ?

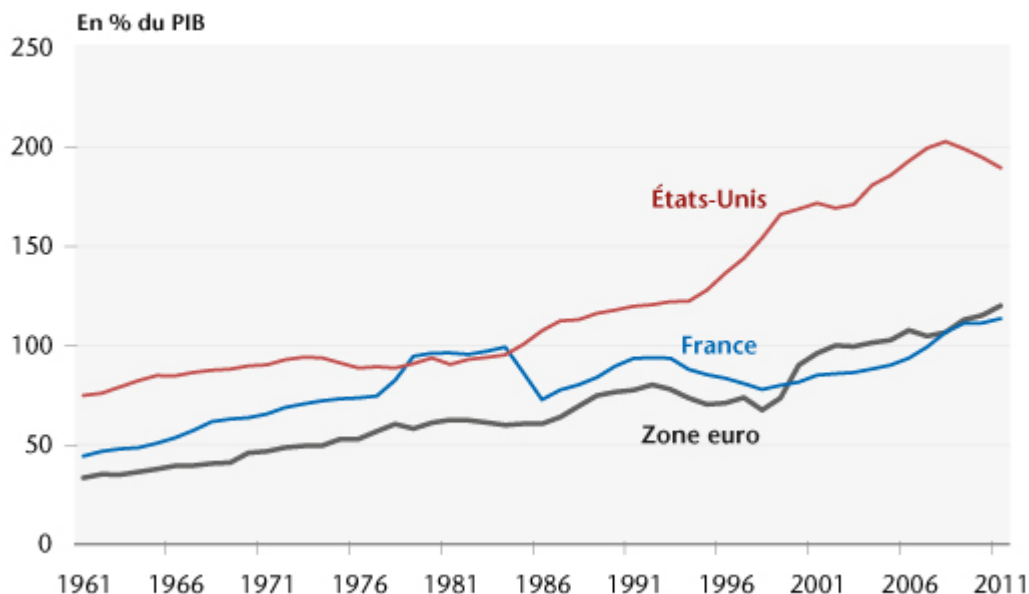
par [Jérôme Creel](#), [Paul Hubert](#) et Fabien Labondance

Existe-t-il un niveau optimal de financiarisation de l'économie ? Un document de travail du [FMI](#) écrit par Arcand, Berkes et Panizza (2012) s'intéresse à cette question et tente d'évaluer empiriquement ce niveau. Il met en avant les effets négatifs engendrés par une financiarisation trop approfondie.

La financiarisation renvoie à la place prise par les services financiers dans une économie et par conséquent au niveau d'endettement des agents économiques. Traditionnellement, l'indicateur du niveau de financiarisation se mesure en calculant le ratio entre les crédits au secteur privé et le PIB. Jusqu'au début des années 2000, cet indicateur ne prenait en compte que les crédits octroyés par les banques de dépôt, mais le développement du *shadow banking* ([Bakk-Simon et al., 2012](#)) incite dorénavant à prendre également en compte les prêts accordés par l'ensemble des institutions financières. Cet indicateur nous permet d'appréhender l'intermédiation financière ([Beck et al., 1999](#))[1]. Le graphique ci-dessous présente l'évolution de la financiarisation dans la zone euro, en France et aux Etats-Unis depuis les années 1960. Cette dernière a plus que doublé dans les trois économies. Avant le déclenchement de la crise des *subprime* à l'été 2007, les crédits accordés au secteur privé dépassaient 100% du PIB dans

la zone euro et 200% aux Etats-Unis.

**Graphique. Crédits accordés au secteur privé par les banques et autres institutions financières**



Source : Banque Mondiale.

Arcand, Berkes et Panizza (2012) se demandent dans quelle mesure la place de plus en plus prépondérante prise par la finance a un impact sur la croissance économique. Pour comprendre l'intérêt de ce papier, il est utile de rappeler les divergences existantes dans les conclusions de la littérature empirique. Une partie, la plus prolixe, mettait en évidence jusqu'à récemment une causalité positive entre développement financier et croissance économique ([Rajan et Zingales, 1998](#), ou [Levine, 2005](#)) : le secteur financier est un lubrifiant de l'économie qui permet une meilleure allocation des ressources et l'émergence de firmes innovantes. Ces enseignements tirés de modèles de croissance (endogène notamment) sont confirmés par des comparaisons internationales incluant des pays en développement dotés de petits secteurs financiers.

Certains auteurs, plus sceptiques, estiment que le lien finance-croissance économique est surestimé ([Rodrik et Subramanian, 2009](#)). [De Gregorio et Guidotti \(1995\)](#) mettent notamment en avant que ce lien est ténu, voire inexistant,

dans les pays développés et suggèrent qu'à partir d'une certaine richesse économique, le secteur financier ne contribue plus que marginalement à améliorer l'efficacité des investissements. Il abandonne son rôle de facilitateur de la croissance économique pour se concentrer sur sa propre croissance ([Beck, 2012](#)). Cela génère de grands groupes bancaires et financiers de type « too big to fail » permettant à ces entités de prendre des risques exagérés tout en se sachant couverts par les autorités publiques. Leur fragilité se transmet rapidement à l'ensemble des autres groupes et à l'économie dans son ensemble. La crise des *subprime* a bien montré la puissance et l'ampleur de ces effets de corrélation et de contagion.

Pour tenter de réconcilier ces deux courants, plusieurs travaux supposent une relation non linéaire entre financiarisation et croissance économique. C'est le cas de l'étude d'Arcand, Berkes et Panizza (2012). Ils expliquent, dans le cadre d'une méthodologie en panel dynamique, la croissance du PIB par tête par l'intermédiaire des variables usuelles de la théorie de la croissance endogène (à savoir le PIB par tête initial, l'accumulation du capital humain à travers la moyenne des années d'enseignement, les dépenses publiques, l'ouverture commerciale et l'inflation) et ajoutent à leur modèle les crédits au secteur privé et cette même variable élevée au carré, afin de tenir compte d'une potentielle non-linéarité. Ils parviennent ainsi à montrer que :

1. la relation entre la croissance économique et les crédits au secteur privé est positive ;
2. la relation entre la croissance économique et les crédits au secteur privé élevés au carré (c'est-à-dire l'effet des crédits au secteur privé lorsqu'ils sont à un niveau élevé) est négative ;
3. pris ensemble, ces deux éléments indiquent une relation concave – une courbe en cloche – entre la croissance

économique et les crédits au secteur privé.

La relation entre croissance et finance est donc positive jusqu'à un certain niveau de financiarisation, et au-delà de ce seuil, les effets de la financiarisation commencent progressivement à devenir négatifs. Suivant les différentes spécifications estimées par Arcand, Berkes et Panizza (2012), ce seuil (en part de PIB) est compris entre 80% et 100% de crédits accordés au secteur privé[2].

Alors que le niveau de financiarisation des économies développées se situe au-dessus de ces seuils, ces conclusions incitent à contrôler le développement de la financiarisation et l'efficacité marginale que celui-ci peut avoir sur l'économie. De plus, l'argument des lobbys bancaires, selon lequel réguler la taille et la croissance du secteur financier aurait un impact négatif sur la croissance des économies concernées, n'est pas corroboré par les données dans le cas des pays développés.

---

[1] S'il peut sembler succinct, car ne rendant pas compte de la désintermédiation, l'utilisation de cet indicateur se justifie par sa disponibilité au niveau international qui permet des comparaisons. Par ailleurs, les enseignements qu'il nous apporte seraient certainement amplifiés avec un indicateur protéiforme de la financiarisation.

[2] [Cecchetti et Kharroubi \(2012\)](#) précisent que ces seuils ne doivent pas être perçus comme des cibles mais davantage comme des « extrema » à n'atteindre qu'en période de crise. En période « normale », il conviendrait dès lors que les niveaux d'endettement soient plus faibles afin de laisser une certaine marge de manœuvre aux économies en cas de crise.

---

# Austérité en Europe : changement de cap ?

par Marion Cochard et Danielle Schweisguth

Le 29 mai dernier, la Commission européenne adressait aux Etats membres de l'Union européenne ses nouvelles recommandations de politique économique. Dans ces recommandations, la Commission préconise un report des objectifs de déficit public pour quatre pays de la zone euro (Espagne, France, Pays-Bas, Portugal), leur laissant davantage de temps pour atteindre la cible de 3 % de déficit public. L'Italie n'est plus en procédure de déficit excessif. Seule la Belgique est sommée d'intensifier ses efforts. Cette nouvelle feuille de route peut-elle être interprétée comme un changement de cap annonçant un assouplissement des politiques d'austérité en Europe ? Peut-on en attendre un retour de la croissance sur le vieux continent ?

Ces questions ne sont pas triviales. La [Note de l'OFCE \(n°29, 18 juillet 2013\)](#) tente d'y répondre en simulant trois scénarii de politique budgétaire à l'aide du [modèle iAGS](#). Il ressort de cette étude que le report des objectifs de déficit public pour quatre pays de la zone euro ne traduit pas un véritable changement de cap de la politique budgétaire en Europe. Certes, le scénario du pire, dans lequel l'Espagne et le Portugal se seraient vu imposer les mêmes recettes que la Grèce, a été évité. La Commission accepte implicitement de laisser jouer les stabilisateurs automatiques quand la conjoncture se dégrade. Cependant, pour de nombreux pays, les préconisations en termes d'efforts budgétaires vont toujours au-delà de ce qui est imposé par les traités (0,5 point de PIB de réduction annuelle du déficit structurel), avec pour

corollaire une hausse de 0,3 point du taux de chômage en zone euro entre 2012 et 2017.

Pourtant, une troisième voie nous semble possible. Il s'agit d'adopter dès 2014 une position de « sérieux budgétaire » qui ne remettrait pas en cause la soutenabilité de la dette publique. Cette stratégie consiste à maintenir constant le taux de prélèvements obligatoires et à laisser les dépenses publiques évoluer au même rythme que la croissance potentielle. Cela revient à une impulsion budgétaire neutre entre 2014 et 2017. Dans ce scénario, le solde public de la zone euro s'améliorerait de 2,4 points de PIB entre 2012 et 2017 et la trajectoire de dette publique s'inverserait dès 2014. A l'horizon 2030, le solde public serait excédentaire (+0,7 %) et la dette approcherait les 60 % du PIB. Surtout, ce scénario permettrait de faire baisser significativement le taux de chômage à l'horizon 2017. Les pays européens devraient peut-être s'inspirer de la sagesse de Jean de La Fontaine : « *Rien ne sert de courir, il faut partir à point* »...

---

## **Le calice de l'austérité jusqu'à la lie**

[Céline Antonin](#), [Christophe Blot](#) et Danielle Schweisguth

[Ce texte résume les prévisions de l'OFCE d'avril 2013](#)

La situation macroéconomique et sociale de la zone euro reste préoccupante. L'année 2012 a été marquée par un nouveau recul du PIB (-0,5 %) et une hausse continue du taux de chômage qui atteignait 11,8 % en décembre. Si l'ampleur de cette nouvelle récession n'est pas comparable à celle de 2009, elle l'est cependant au moins par la durée puisque, au dernier trimestre

2012, le PIB a baissé pour la cinquième fois consécutive. Surtout, pour certains pays (Espagne, Grèce et Portugal) cette récession prolongée marque le commencement d'une déflation qui pourrait rapidement s'étendre aux autres pays de la zone euro (voir [Le commencement de la déflation](#)). Enfin, cette performance est la démonstration d'un échec de la stratégie macroéconomique mise en œuvre dans la zone euro depuis 2011. La consolidation budgétaire amplifiée en 2012 n'a pas ramené la confiance des marchés ; les taux d'intérêt n'ont pas baissé sauf à partir du moment où le risque d'éclatement de la zone euro a été atténué grâce à la ratification du TSCG (Traité de stabilité, de coordination et de gouvernance) et à l'annonce de la nouvelle opération OMT permettant à la BCE d'intervenir sur les marchés de la dette souveraine. Pour autant, il n'y a aucune remise en cause du dogme budgétaire, si bien que les pays de la zone euro poursuivront en 2013, et si nécessaire en 2014, leur marche forcée pour réduire leur déficit budgétaire et atteindre le plus rapidement possible le seuil symbolique de 3 %. Le martellement médiatique de la volonté française de tenir cet engagement est le reflet parfait de cette stratégie et de son absurdité (voir [France : tenue de rigueur imposée](#)). Ainsi, tant que le calice ne sera pas bu jusqu'à la lie, les pays de la zone euro semblent condamnés à une stratégie qui se traduit par de la récession, du chômage, du désespoir social et des risques de rupture politique. Cette situation représente une plus grande menace pour la pérennité de la zone euro que le manque de crédibilité budgétaire de tel ou tel Etat membre. En 2013 et 2014, l'impulsion budgétaire de la zone euro sera donc de nouveau négative (respectivement de -1,1 % et -0,6 %), ce qui portera la restriction cumulée à 4,7 % du PIB depuis 2011. Au fur et à mesure que les pays auront réduit leur déficit budgétaire à moins de 3 %, ils pourront ralentir le rythme de consolidation (tableau). Si l'Allemagne, déjà à l'équilibre des finances publiques, cessera dans les deux prochaines années de faire des efforts de consolidation, la France devra maintenir le cap pour espérer atteindre 3 % en 2014. Pour l'Espagne, le Portugal ou



la Grèce, l'effort sera moindre que celui qui vient d'être accompli mais il continuera à peser significativement sur l'activité et l'emploi, d'autant plus que l'effet récessif des impulsions passées restera important.

Dans ce contexte, la poursuite de la récession est inévitable. Le PIB reculera de 0,4 % en 2013. Le chômage devrait battre de nouveaux records. Le retour de la croissance n'est pas à attendre avant 2014 ; mais même en 2014, en l'absence d'inflexion du dogme budgétaire, les espoirs risquent à nouveau d'être déçus dans la mesure où cette croissance, attendue à 0,9 %, sera insuffisante pour enclencher une baisse significative du chômage. De plus, ce retour de la croissance sera trop tardif et ne pourra pas effacer le coût social exorbitant d'une stratégie dont on aura insuffisamment et tardivement discuté les alternatives.

**Tableau. Solde public et impulsion budgétaire des pays de la zone euro**

En points de PIB

	Solde public			Impulsion budgétaire	
	2012	2013 (p)	2014 (p)	2013 (p)	2014 (p)
Allemagne	0,2	-0,4	-0,1	0,1	0,0
Autriche	-3,0	-2,5	-1,8	-0,6	-0,3
Belgique	-3,0	-2,8	-1,9	-0,5	-1,0
Espagne	-10,2	-6,5	-5,8	-2,0	-1,1
Finlande	-1,6	-1,5	-0,9	-0,8	-0,7
France	-4,8	-3,9	-3,0	-1,8	-1,4
Grèce	-6,6	-5,4	-4,5	-3,8	-2,0
Irlande	-8,2	-8,4	-6,6	-1,9	-1,8
Italie	-3,0	-3,9	-3,4	-1,4	-0,7
Pays-Bas	-4,1	-3,4	-3,0	-1,7	-0,7
Portugal	-5,0	-4,4	-3,0	-2,1	-1,9
<b>Zone euro 11*</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>

\* Hors Chypre, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Slovénie et Estonie.

Sources : Eurostat, Commission européenne, calculs et prévision OFCE mars 2013.

# Le commencement de la déflation

par [Xavier Timbeau](#)

[Ce texte résume les prévisions de l'OFCE d'avril 2013](#)

La crise économique et financière mondiale, amorcée à la fin de l'année 2008, entre maintenant dans sa cinquième année. Et 2012 aura été pour l'Union Européenne une nouvelle année de récession, ce qui montre à quel point la perspective d'une sortie de crise, maintes fois annoncée, aura été démentie par les enchaînements économiques. [Nos prévisions pour les années 2013 et 2014](#) peuvent se résumer assez sinistrement : les pays développés vont rester englués dans le cercle vicieux d'une hausse du chômage, d'une récession qui se prolonge et de doutes croissants quant à la soutenabilité des finances publiques.

De 2010 à 2012, les efforts budgétaires réalisés et annoncés ont été sans précédent pour les pays de la zone euro (-4,6% du PIB), le Royaume-Uni (-6% du PIB) ou les Etats-Unis (-4,7% du PIB). L'ajustement budgétaire longtemps reporté aux Etats-Unis, mais précipité par l'absence de consensus politique entre les démocrates et les républicains va se reproduire en 2013 et 2014. En 2014, l'austérité en zone euro s'atténuerait, quoiqu'elle se poursuivrait très intensément dans les pays encore en déficit, qui sont également ceux dans lesquels les multiplicateurs budgétaires sont les plus élevés.

Dans un contexte de multiplicateurs élevés, l'effort budgétaire a un coût en termes d'activité. Cette expression, [reprise de Marco Buti](#), économiste en chef de la Commission européenne, sonne à la fois comme un aveu et comme un euphémisme. Un aveu parce que la prise de conscience de la valeur élevée des multiplicateurs budgétaires a été tardive et

a été trop longtemps négligée ; [Olivier Blanchard et David Leigh](#) rappellent que cette méprise se traduit dans les erreurs systématiques de prévision et que ces erreurs ont été d'autant plus grandes que la situation des pays était dégradée et que les efforts de réduction des déficits étaient importants.

Mais cette méprise a également conduit à ce que les espoirs de réduction des déficits publics soient déçus. L'impact plus fort que « prévu » des plans d'austérité sur l'activité implique des recettes fiscales moins importantes, donc une réduction moins grande du déficit public. Mais, en voulant coûte que coûte respecter des objectifs nominaux de déficits, les Etats n'ont fait qu'accentuer l'effort budgétaire.

L'aveu pourrait laisser penser que l'erreur était inévitable et que la leçon en a été tirée. Il n'en est rien. D'une part, depuis 2009, de [nombreuses voix](#) se sont élevées pour prévenir que les multiplicateurs pouvaient être plus élevés qu'en « temps normal », que la possibilité d'une consolidation expansive telle que décrite et documentée par Alberto Alesina était un leurre fondé sur une mauvaise interprétation des données, et que le risque de négliger l'impact de la consolidation sur l'activité était réel.

En octobre 2010, le FMI, sous l'impulsion déjà d'Olivier Blanchard, décrivait les risques à poursuivre une consolidation trop brutale. Ainsi, la prise de conscience générale du début de l'année 2013 semble céder à l'accumulation d'éléments empiriques tellement importants que la thèse opposée est indéfendable. Mais le dommage a été fait.

La leçon n'en a pas été tirée non plus. Selon la Commission européenne, les multiplicateurs *étaient* élevés [\[1\]](#). L'utilisation du temps passé révèle la nouvelle position de la Commission européenne : si les multiplicateurs *étaient* élevés, ils sont désormais revenus à leur valeur d'avant la crise. Cela signifie que selon la Commission européenne, la zone euro est à nouveau dans une situation de « conjoncture normale ».

L'argument est ici théorique et non empirique. En temps normal, les agents économiques seraient « ricardiens », au sens que Robert Barro a donné à ce terme. Ils pourraient donc lisser leurs choix de consommation ou d'investissement et ne seraient pas contraints par leur revenu à court terme. Les multiplicateurs seraient donc bas, voire nuls. La consolidation budgétaire (qui est le nom donné à ces efforts budgétaires sans précédent conduits depuis 2010 en zone euro) pourrait donc continuer, cette fois-ci sans les désagréments observés précédemment. Cet argument est sans aucun doute pertinent en théorie mais son utilisation en pratique, aujourd'hui, laisse songeur. C'est en effet bien vite oublier que nous sommes dans une situation de chômage élevé, que le chômage de longue durée s'accroît, que les bilans d'entreprises sont encore dévastés par la chute d'activité amorcée en 2008, jamais récupérée, sauf en Allemagne, que les banques elles-mêmes peinent à afficher une situation conforme aux règles comptables et que la directrice générale du FMI, Madame Christine Lagarde, exhorte à la fermeture de quelques-unes d'entre elles. C'est donc oublier que ce fameux crédit supposé lisser la consommation ou l'investissement s'effondre, *credit crunch* rampant mais puissant. C'est oublier que dans cette époque où l'injonction de préférer le secteur privé au secteur public se fait plus forte que jamais, la panique sur les marchés financiers conduit les détenteurs d'épargne et les décideurs des placements à choisir la dette souveraine d'Etats et à accepter une rémunération inférieure à 2 % à 10 ans. Et ce malgré les dégradations par les agences de notation, parce que ces Etats sont perçus (et « *pricés* » pour suivre le dialecte des salles de marché) comme présentant le risque le plus faible. Paradoxe d'une époque où l'on se soumet volontairement à la taxation en acceptant un taux réel négatif sur ses placements et en payant chèrement une assurance contre le défaut.

Si donc l'aveu paraît tardif et sans grande conséquence sur le dogme pour sortir de la crise, il procède également par

euphémisme. Car que sont ces coûts auxquels Marco Buti fait référence ? Le prix à payer pour une situation budgétaire inextricable ? Un mauvais moment à passer avant d'en revenir à un futur assaini ? C'est bien en ne voulant pas se lancer dans l'analyse détaillée de ce que l'on risque à poursuivre cette stratégie économique, dont on a finalement reconnu qu'elle avait été mal calibrée, que l'on passe à côté du plus important. En poursuivant un objectif à court terme de consolidation, alors que les multiplicateurs budgétaires sont élevés, on maintient ou renforce les conditions qui font que les multiplicateurs budgétaires sont élevés. On prolonge ainsi la période de chômage et de sous-emploi des capacités. On empêche le désendettement privé, point de départ de la crise et on induit la continuation de la crise.

L'effort budgétaire est donc décevant à court terme, puisque la conséquence d'un multiplicateur élevé est que le déficit public se réduit moins qu'espéré, voire ne se réduit pas. La dette publique quant à elle augmente, l'effet du dénominateur l'emportant sur le ralentissement de la hausse du numérateur (voir le [rapport iAGS](#) pour une discussion et une formalisation simple). Les exemples sont nombreux, le plus récent en date étant la France, le plus spectaculaire l'Espagne. Mais, la déception n'est pas qu'à court terme. La persistance d'une croissance nulle, de la récession, modifie les anticipations de croissance future : ce qui était analysé il y a quelques trimestres comme un déficit public conjoncturel est considéré aujourd'hui comme structurel. Mais la déception modifie aussi le potentiel futur. Les effets d'hystérèse sur le marché du travail, de moindre R&D, de retard pris dans les infrastructures, voire, comme on l'observe maintenant dans les pays d'Europe du Sud, les coupes dans l'éducation, dans la lutte contre la pauvreté ou dans l'insertion des populations immigrées obscurcissent les perspectives de long terme.

En 2013 puis en 2014, l'ensemble des pays développés continuera l'effort de consolidation budgétaire. Pour certains

pays, ce sera la répétition et donc l'accumulation d'un effort sans précédent pendant 5 années consécutives. L'Espagne s'engagerait ainsi dans un effort budgétaire cumulé de plus de 8 points de PIB ! À quelques exceptions près le chômage continuera d'augmenter dans les pays développés, jusqu'à produire une situation de chômage involontaire dépassant la capacité des systèmes nationaux d'assurance chômage à remplacer les revenus salariaux perdus, d'autant qu'ils sont sous la pression des coupes budgétaires. Dans ce contexte, la déflation salariale commence par les pays les plus touchés. Mais, puisque la zone euro est un espace de changes fixes, cette déflation salariale ne pourra que se transmettre aux autres pays. Il y aura là un nouveau levier par lequel la crise se prolongera. Lorsque les salaires décroissent, l'accès au système financier pour lisser les choix des agents économiques devient impossible. Les dettes que l'on cherche à réduire depuis le début de la crise vont s'apprécier en termes réels. La déflation par la dette deviendra le nouveau vecteur du piège de la crise.

Il existe, face à cette situation, un argument particulièrement spécieux pour en justifier le déroulement. Il est qu'il n'y avait pas d'alternative. Que l'histoire avait été écrite avant 2008 et que les erreurs de politique économique commises avant la crise rendaient celle-ci inévitable. Que surtout, tout autre choix, comme reporter la consolidation des finances publiques à une conjoncture où les multiplicateurs budgétaires sont plus bas n'était tout simplement pas possible. La pression des marchés, la nécessité de restaurer la crédibilité perdue avant 2008, obligeait à une action prompte. Que si cette action n'avait pas été menée telle qu'elle a été menée, alors, le pire se serait produit. Eclatement de l'euro, défaut sur les dettes publiques ou privées auraient plongé la zone euro dans une dépression comparable à celle des années 1930, voire pire. Ainsi, l'effort considérable qui a été accompli a permis d'éviter un désastre et le résultat de cet effort est, somme toute, très

encourageant.

Mais cet argument oublie les risques qui sont pris aujourd'hui. La déflation, la prolongation du chômage de masse, la désagrégation des Etats sociaux, le discrédit de leurs politiques, la diminution du consentement à l'impôt portent en eux des menaces sourdes dont nous ne faisons qu'entrevoir les conséquences. Et surtout, il écarte l'alternative qui aurait été pour la zone euro d'exercer sa souveraineté et d'afficher sa solidarité. Il repose sur l'idée que la discipline budgétaire des Etats doit se régler par l'accès au marché. Il occulte que la dette publique et la monnaie sont indissociables. Cette alternative existe ; elle passe par une mutualisation des dettes publiques en zone euro ; elle demande un saut vers un transfert de souveraineté ; elle demande de compléter le projet européen.

---

[\[1\]](#) « With fiscal multipliers higher than in normal times, the consolidation efforts have been costly in terms of output and employment. » Marco Buti et Karl Pichelmann, ECFIN *Economic Brief Issue 19*, février 2013, *European prosperity reloaded: an optimistic glance at EMU@20*.

---

## **Chypre : un plan bien pensé, un pays ruiné...**

par [Anne-Laure Delatte](#) et [Henri Sterdyniak](#)

Le plan qui vient d'être adopté sonne le glas du paradis bancaire chypriote et met en application un nouveau principe de résolution de crise dans la zone euro : les banques doivent être sauvées sans argent public, par les actionnaires et les créanciers[1]. Ce principe est juste. Pour autant, la récession à Chypre va être profonde et la nouvelle extension des pouvoirs de la troïka discrédite encore davantage le projet européen. Une fois de plus, les derniers développements de la crise montrent comment la gouvernance de la zone euro est déficiente. Chaque trimestre, pratiquement, il faut sauver la zone euro, mais chaque sauvetage rend encore plus fragile l'édifice.

Jamais Chypre n'aurait dû être accepté dans la zone euro. Mais l'Europe a privilégié l'élargissement à la cohérence et à l'approfondissement. Chypre est un paradis bancaire, fiscal et réglementaire, qui n'impose les entreprises qu'au taux de 10% ; le bilan de son système bancaire hypertrophié représente près de 8 fois son PIB (18 milliards d'euros). En fait Chypre sert de lieu de transit des capitaux russes : les banques chypriotes auraient environ 20 milliards d'euros de dépôts en provenance de la Russie, s'y ajoutent 12 milliards de dépôts de banques russes. Ces fonds, parfois d'origine douteuse, sont souvent réinvestis en Russie : Chypre est le premier investisseur étranger en Russie, pour environ 13 milliards d'euros par an. Ainsi, en transitant par Chypre, certains capitaux russes sont blanchis et sécurisés sur le plan juridique. Comme l'Europe est très attachée au principe de libre circulation des capitaux et à la liberté d'établissement, elle a laissé faire.

En ayant investi dans la dette publique grecque ou en accordant des prêts à des entreprises grecques, incapables de rembourser en raison de la crise, ce système bancaire surdimensionné a perdu beaucoup d'argent ; il a favorisé une bulle immobilière qui a implosé, lui infligeant de lourdes pertes. Compte tenu de la taille du bilan bancaire, ces pertes



représentent une part importante du PIB de l'île. Le système bancaire est en difficulté, en conséquence les marchés ont spéculé contre la dette publique chypriote, les taux d'intérêt ont grimpé, le pays est entré en récession, le déficit public s'est creusé. En 2012, la croissance a été négative (-2,5 %) ; le déficit public est actuellement de 5,5% du PIB ; la dette publique de 87 % du PIB et le déficit extérieur atteint 6 % du PIB. Le taux de chômage atteint 14,7%.

Le pays avait besoin d'une aide à la fois pour se financer et pour recapitaliser ses banques. Chypre a demandé 17 milliards d'euros, soit l'équivalent de son PIB annuel. Dix milliards de prêts lui ont été accordés, dont neuf seront fournis par le MES et un par le FMI. Certes, d'un point de vue financier, l'UE n'avait pas besoin de ce milliard ; il ne sert qu'à introduire le FMI à la table des négociations.

En échange, Chypre devra se soumettre aux exigences de la troïka, baisser de 15 % les salaires de ses fonctionnaires, de 10 % ses dépenses de protection sociale (retraites, prestations familiales et chômage), introduire des réformes structurelles, privatiser. C'est le quatrième pays d'Europe qui sera géré par la troïka ; cette dernière pourra imposer, une nouvelle fois, ses recettes dogmatiques.

Chypre devra faire passer son taux d'impôt sur les sociétés de 10 à 12,5 %, ce qui est peu, mais l'Europe ne pouvait imposer à Chypre de faire plus que l'Irlande. Chypre devra augmenter le taux d'imposition des intérêts bancaires de 15 à 30 %. Ceci va timidement dans la direction de l'indispensable harmonisation fiscale.

Mais *quid* des banques ? Les pays européens se sont trouvés devant un choix difficile :

– aider Chypre à sauver son système bancaire revenait à sauver les capitaux russes avec l'argent du contribuable européen, montrait que l'Europe couvrait toutes les dérives

des Etats membres, ce qui aurait encore jeté de l'huile sur le feu en Allemagne, en Finlande, aux Pays-Bas.

– demander à Chypre de recapitaliser lui-même ses banques faisait passer sa dette publique à plus 150 % du PIB, un niveau insoutenable.

Le premier plan rendu public le 16 mars mettait à contribution pour 6,75 % la part des dépôts inférieurs à 100 000 euros et n'appliquait qu'une taxe de 9,9 % sur la part des dépôts dépassant ce montant. Dans l'esprit du gouvernement chypriote, cette répartition avait l'avantage de moins compromettre l'avenir de Chypre comme base arrière des capitaux russes. Mais elle mettait en cause un engagement de l'UE (la garantie des dépôts inférieurs à 100 000 euros), ce qui fragilisait toutes les banques de la zone euro.

Finalement, l'Europe aura abouti à la bonne décision : ne pas faire payer seulement les peuples, respecter la garantie de 100 000 euros, mais faire payer les actionnaires des banques, leurs créanciers et les déposants ayant des dépôts supérieurs à 100 000 euros. Il est légitime que les détenteurs de dépôts importants, qui avaient été rémunérés à des taux d'intérêt élevés, soient mis à contribution. C'est le modèle islandais qui fait école plutôt que le modèle irlandais : on ne considère pas que les dépôts importants, rémunérés à des taux élevés ont vocation à devenir de la dette publique, à la charge des contribuables, en cas de difficultés bancaires.

Selon le second plan, les deux premières banques du pays, Bank of Cyprus (BOC) et Laïki, qui concentrent à elles seules 80 % des bilans bancaires du pays, sont restructurées. Laïki, qui a le plus perdu dans les opérations grecques, qui était la plus engagée dans la collecte de dépôts russes, est fermée et ses dépôts inférieurs à 100 000 euros sont transférés à la BOC, qui récupère les actifs de Laïki, mais prend à sa charge les 9 milliards que lui avait prêtés la BCE. Les clients de Laïki perdent la part de leurs dépôts dépassant 100 000 euros (pour

4,2 milliards), tandis que les actionnaires et les détenteurs de titres de Laïki perdent tout. A la BOC, le montant des dépôts supérieur à 100 000 euros est placé dans une *bad bank*, gelé jusqu'à ce que la restructuration de BOC soit achevée et une partie (pouvant atteindre 40 %) sera convertie en actions de la BOC pour recapitaliser la banque. Ainsi les 10 milliards prêtés par l'UE ne serviront-ils pas à résoudre le problème bancaire. Ils permettront au gouvernement de rembourser ses créanciers privés et d'éviter la faillite souveraine. Rappelons que les contribuables nationaux et européens n'ont pas vocation à réparer les excès de la finance.

C'est aussi une première mise en application de l'Union bancaire. Les dépôts sont bien garantis dans la limite de 100 000 euros. Comme le réclamait le gouvernement allemand, les banques doivent pouvoir être sauvées, sans argent public, par les actionnaires et les créanciers. Le coût du sauvetage des banques doit reposer sur ceux qui ont bénéficié du système quand il était largement bénéficiaire.

De notre point de vue, le grand avantage est de mettre fin au statut de place financière peu contrôlée de Chypre. C'est un précédent salutaire qui découragera les placements transfrontaliers. Certes, on peut regretter que l'Europe ne s'attaque pas aux autres pays dont le système bancaire et financier est surdimensionné (Malte, le Luxembourg, le Royaume-Uni), aux autres paradis fiscaux ou réglementaires (les Iles anglo-normandes, l'Irlande, les Pays-Bas), mais c'est un premier pas.

Ce plan est donc bien pensé. Mais comme l'a pudiquement reconnu le Vice-président de la Commission européenne Olli Rehn, le futur proche va être très difficile pour Chypre et son peuple. Quels sont les risques ?

**Risques de fuite des dépôts et crise de liquidité :** contrairement au plan initial qui prévoyait une taxe sur tous les dépôts, le nouveau plan est compatible avec une

réouverture des banques relativement rapide. En effet, les banques restent fermées tant que les autorités craignent un retrait massif des déposants qui mettrait automatiquement en crise de liquidité les banques concernées. Or comme les petits déposants ne sont pas touchés et les gros déposants voient leurs avoirs gelés jusqu'à nouvel ordre, le risque de retraits massifs semble écarté. Mais le problème se posera dès que les gros dépôts seront libérés. Leur retrait quasi-certain va entraîner une perte de liquidité de la BOC qu'il faudra compenser par des lignes de liquidité spéciales prévues à la BCE. Certains petits déposants, échaudés, peuvent aussi retirer leurs fonds. De même, les titulaires de gros dépôts dans les autres banques, non affectées car moins en difficulté, peuvent craindre une extension future des mesures de taxation et donc chercher à quitter l'île. Chypre reste à la merci de crise de liquidités. C'est la raison pour laquelle les autorités ont annoncé des contrôles exceptionnels à la sortie de capitaux au moment où les banques rouvriront afin d'éviter une fuite massive des dépôts vers l'étranger. C'est une nouveauté pour l'UE. Mais la transition, l'implosion du secteur bancaire chypriote qui doit passer de 8 à 3,5 fois le PIB de l'île, risque d'être délicate et pourrait bien avoir quelques effets sur les marchés européens par contagion, puisque les banques devront vendre des actifs pour un montant important.

**Risque d'une récession longue** : cette réduction de moitié de la taille du secteur bancaire ne se fera pas sans douleur puisqu'elle va faire pâtir toute une économie, les employés des banques, les services associés, avocats, conseillers, auditeurs, etc. Certaines entreprises chypriotes, comme certains ménages aisés, vont perdre une partie de leurs avoirs bancaires.

Or le plan impose en même temps des mesures d'austérité budgétaire (de l'ordre de 4,5 % du PIB) et les réformes structurelles et les privatisations chères aux instances

européennes. Cette austérité, au moment où une activité économique-clé est sacrifiée, va entraîner une longue période de récession. Les Chypriotes ont tous en tête l'exemple de la Grèce, où la consommation a chuté de plus de 30 %, le PIB de plus de 25 %. Cette chute va entraîner une baisse des rentrées fiscales, une hausse du ratio de dette, ..., l'Europe réclamera d'autres mesures d'austérité. Voir un autre pays englué dans cette spirale discréditera encore davantage le projet européen.

Les velléités de sortie de la zone euro sont assez vivaces depuis le début de la crise à Chypre ; il y a peu de chance qu'elles ne se taisent.

Il faudrait donc ouvrir des perspectives à Chypre (et à la Grèce et au Portugal et à l'Espagne), non pas la ruine économique et la ruine sociale qu'impose la troïka, mais un renouveau économique par un plan de reconversion et de reconstruction industrielles. Par exemple, l'exploitation des gisements de gaz découverts en 2011 au sud de l'île peut représenter une voie de sortie de la crise. Encore faut-il pouvoir financer les investissements pour les exploiter et en tirer des ressources financières pour le pays. Il est temps de mobiliser une aide véritable, un nouveau Plan Marshall financé par les pays excédentaires.

**Risques de réactions en chaîne dans le système bancaire des autres pays membres :** les autorités européennes doivent faire un important effort de communication pour expliquer ce plan, et ce n'est pas facile. De ce point de vue, le premier plan a été un désastre puisqu'il montrait comment la garantie des dépôts inférieure à 100 000 euros peut être invalidée par des mesures de taxation. Pour le second, les autorités doivent à la fois expliquer que ce plan est conforme au principe de l'Union bancaire – faire payer les actionnaires, les créanciers et les déposants importants, tout en précisant qu'il a un caractère spécifique – mettre fin à un paradis bancaire, fiscal et réglementaire, de sorte qu'il ne

s'appliquera pas à d'autres pays. Espérons que les actionnaires, les créanciers et les déposants importants des banques des autres Etats membres, en particulier espagnols, se laissent convaincre. Sinon des transferts importants de capitaux se feront hors zone euro.

**Risque de fragilisation de l'Union bancaire** : Bien sûr, le système bancaire chypriote était mal géré et mal contrôlé. Il a pris des risques inconsidérés en attirant des dépôts à des taux élevés qu'il utilisait pour faire des prêts rémunérateurs, mais risqués, dont beaucoup ont fait défaut. Mais les banques chypriotes sont aussi victimes du défaut sur la dette grecque et de la profondeur de la récession de leurs voisins. Toute l'Europe risque d'être entraînée dans des jeux de dominos : la récession fragilise les banques, qui ne peuvent plus prêter, ce qui accentue la récession...

L'Europe projette de mettre en place une Union bancaire qui imposera des normes rigoureuses aux banques en matière de mode de résolution des crises bancaires. Chaque banque devra rédiger un *testament* qui imposera que ses pertes éventuelles pourront être supportées par ses actionnaires, ses créanciers et les déposants importants. Le traitement de la crise de Chypre montre que ce sera effectivement le cas. Aussi, les banques qui ont besoin de fonds propres, de créanciers et de dépôts, compte tenu des contraintes de Bale III, auront-elles plus de mal à les attirer et devront les rémunérer à des taux élevés, incorporant des primes de risque.

L'Union bancaire ne sera pas un fleuve tranquille. Il va falloir nettoyer le bilan des banques avant de les garantir collectivement. Ceci posera problème dans beaucoup de pays dont le secteur bancaire devra être réduit et restructuré, avec les problèmes sociaux et économiques que cela pose (Espagne, Malte, Slovaquie, ...). Des conflits surviendront obligatoirement entre la BCE et les pays concernés.

La garantie des dépôts restera longtemps à la charge des pays.

En tout état de cause, il faudra que, dans la future Union bancaire, soient clairement distingués les dépôts garantis par l'argent public (qui devront être rémunérés à des taux limités, qui ne devront pas être placés sur les marchés financiers) et les autres. Ceci milite pour une application rapide du rapport Liikanen. Mais y-aura-t-il un accord en Europe sur la future structure du secteur bancaire entre des pays dont les systèmes bancaires sont très différents ?

Les banques chypriotes ont perdu beaucoup d'argent en Grèce. Ceci milite une nouvelle fois pour une certaine renationalisation des activités bancaires. Les banques courent des risques importants en prêtant sur des marchés étrangers qu'elles connaissent mal. Permettre aux banques d'attirer des dépôts de non-résidents par des taux d'intérêt élevés ou des facilités fiscales ou réglementaires aboutit à des faillites bancaires. L'Union bancaire devra choisir entre la liberté d'établissement (chaque banque peut s'installer librement dans un pays de l'UE et y faire les activités de son choix) et un principe de responsabilité (les pays sont responsables de leur système bancaire, qui doit conserver une taille correspondant à celle du pays).

Ainsi, dans les années à venir, la nécessaire réorganisation du système bancaire européen risque-t-elle de nuire à la capacité des banques de distribuer du crédit à un moment où les entreprises sont déjà réticentes à investir et où les pays sont contraints de mettre en œuvre des plans drastiques d'austérité.

Au total, le principe de faire payer le secteur financier pour ses excès commence à prendre forme en Europe. Malheureusement, la crise chypriote montre une fois encore les incohérences de la gouvernance européenne : il aura fallu attendre d'être au pied du mur pour déclencher la solidarité européenne, au risque de faire trembler tout l'édifice. De plus, cette solidarité risque de plonger Chypre dans la misère. Les leçons des trois dernières années ne semblent pas avoir été

pleinement tirées par les dirigeants européens.

---

[1] La réduction de plus de 50 % de la valeur faciale des titres grecs subie par les détenteurs privés en février 2012 allait déjà dans ce sens.

---

## **Le cas « chypri-hot » !**

par [Jérôme Creel](#)

Avant une étude plus approfondie de la crise chypriote, et de ses conséquences sur la zone euro, voici quelques réflexions sur le projet d'accord intervenu ce matin entre la Présidence chypriote et certains bailleurs de fonds.

Ce [projet](#) prévoit la faillite d'une banque privée, la Laiki, et la mise à disposition de ses dépôts sécurisés (en deçà de 100 000 euros) auprès d'une autre banque privée, la Bank of Cyprus afin de participer à sa recapitalisation. Dans cette banque, les dépôts au-delà de 100 000 euros seront gelés et convertis en actions. In fine, la Bank of Cyprus devrait pouvoir atteindre un ratio de fonds propres de 9%,



conformément à la législation bancaire appliquée dans l'UE. En échange de ces dispositions, auxquelles s'ajoutent des augmentations des taxes sur les revenus du capital et sur les bénéfices des entreprises, les institutions européennes verseront 10 milliards d'euros à Chypre. Les dépôts bancaires garantis selon les règles en vigueur dans l'UE vont le rester, en même temps que la hausse des taxes sur les revenus du capital va réduire la rémunération excessivement attractive des dépôts chypriotes au regard de la moyenne européenne.

En une semaine, les négociations entre les autorités chypriotes, le FMI et les institutions européennes ont abouti à des résultats radicalement différents. Pour le volet du plan de sauvetage correspondant à la viabilité du système bancaire, le président chypriote a semble-t-il été confronté à un arbitrage entre la taxation de tous les déposants, y compris les « petits épargnants », et la faillite bancaire n'entraînant de pertes financières que pour les actionnaires, les détenteurs d'obligations et les « grands épargnants » (ceux dont les dépôts dépassent 100 000 euros). Il aura donc fallu une semaine pour que le représentant démocratiquement élu d'un Etat membre de l'Union européenne cède et défende l'intérêt du plus grand nombre (l'intérêt général ?) au détriment des intérêts particuliers de quelques banquiers.

Dans le projet d'accord intervenu ce matin figure aussi une mention fort intéressante aux questions de blanchiment d'argent. Les banques chypriotes vont subir des audits permettant de mieux connaître l'origine des fonds perçus. Cette fois-ci, il n'aura pas fallu une semaine, mais bien plutôt des années pour que les membres de l'Eurogroupe s'emparent aussi officiellement d'une question fondamentale sur le fonctionnement de l'économie chypriote. Au-delà du cas chypriote, il est permis de douter que l'argent n'ait pas d'odeur dans l'UE.

Dernière réflexion à propos du Fonds monétaire international, bailleur de fonds associé dans la troïka à la Banque centrale

européenne et à la Commission européenne. Il semblerait que ses exigences aient été très nombreuses : doit-on en conclure que le FMI a un pouvoir de négociation bien supérieur à ceux de la BCE et de la Commission européenne, qu'il est le leader de cette troïka ? Si tel était le cas, cela poserait problème : d'une part, la BCE et la Commission sont supposés défendre les intérêts européens, ce qui serait infirmé si ces deux institutions étaient sous la coupe du FMI. D'autre part, il ne faudrait pas oublier que lors de sa recapitalisation d'avril 2009, le FMI a bénéficié de fonds supplémentaires en provenance des pays de l'UE, sage décision de leur part si leurs représentants anticipaient d'avoir bientôt recours à des plans de sauvetage, les fonds attribués au FMI revenant dans l'UE sous forme de prêts. Ceci étant, se voir dicter par le FMI des conditions drastiques pour bénéficier de plans de sauvetage au financement duquel on a somme toute largement contribué, est contestable; et ceci fragilise le processus d'intégration européenne.