

# QUELLE GOUVERNANCE POUR LA ZONE EURO ?

PAUL DE GRAUWE \*

**L**a survie de la zone euro dépend de la capacité de ses dirigeants d'en améliorer la gouvernance. Cela est apparu clairement avec le déclenchement de la crise de la dette publique dans la zone euro en 2009, dont on peut dire qu'elle résulte d'une défaillance de la gouvernance économique. Pour savoir comment réformer cette gouvernance, nous devrions commencer par faire un diagnostic de la crise dans laquelle la zone euro est plongée depuis 2009.

29

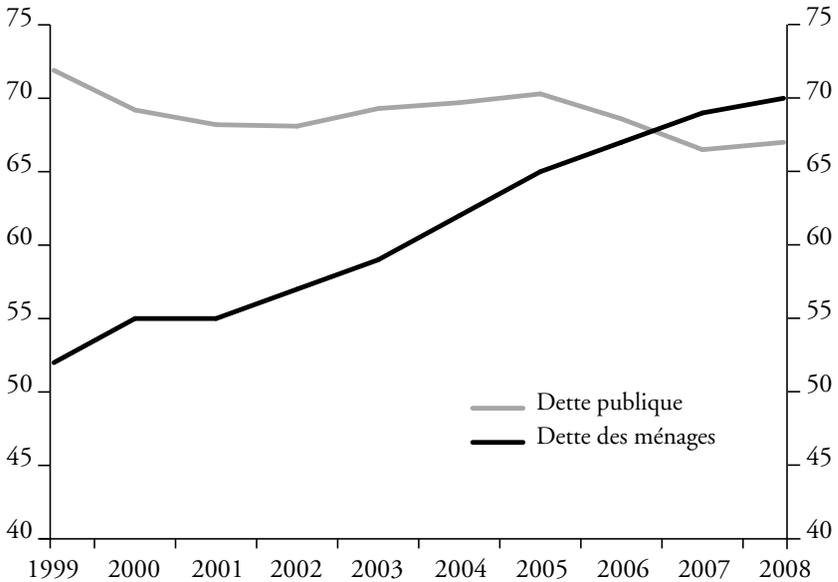
## *DIAGNOSTIC*

Un consensus semble s'instaurer en Europe pour considérer que la cause de la crise de la dette publique dans la zone euro réside dans l'incapacité du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) de contenir les déficits budgétaires et les dettes publiques. J'entends montrer qu'à l'exception de la Grèce, les raisons pour lesquelles les pays ont été pris dans une crise de la dette souveraine n'ont pas grand-chose à voir avec une mauvaise efficacité du PSC. La cause fondamentale du problème de la dette dans la zone euro réside dans l'accumulation insoutenable des dettes du secteur privé dans nombre de pays de cette zone. J'en apporte la preuve dans les graphiques 1 et 2 (ci-après) où l'on peut voir que les dettes des ménages et des banques ont augmenté très rapidement avant la crise de la dette. Étonnamment, le seul secteur qui n'a pas connu une hausse de son niveau d'endettement (en % du PIB) est le secteur public.

---

\* Professeur d'économie, université catholique de Louvain (KUL).

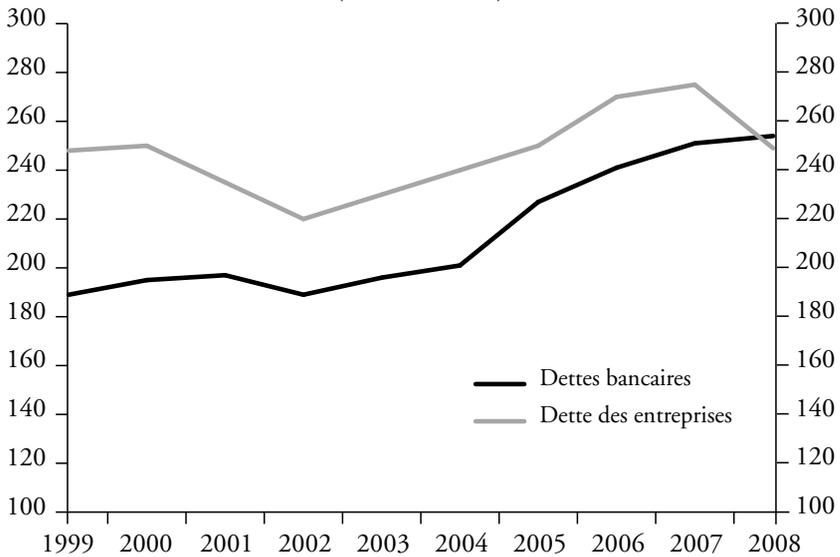
**Graphique 1**  
**Dettes des ménages et des gouvernements dans la zone euro**  
 (en % du PIB)



30

Sources : base de données AMECO, Commission européenne ; Centre for European Policy Studies (CEPS).

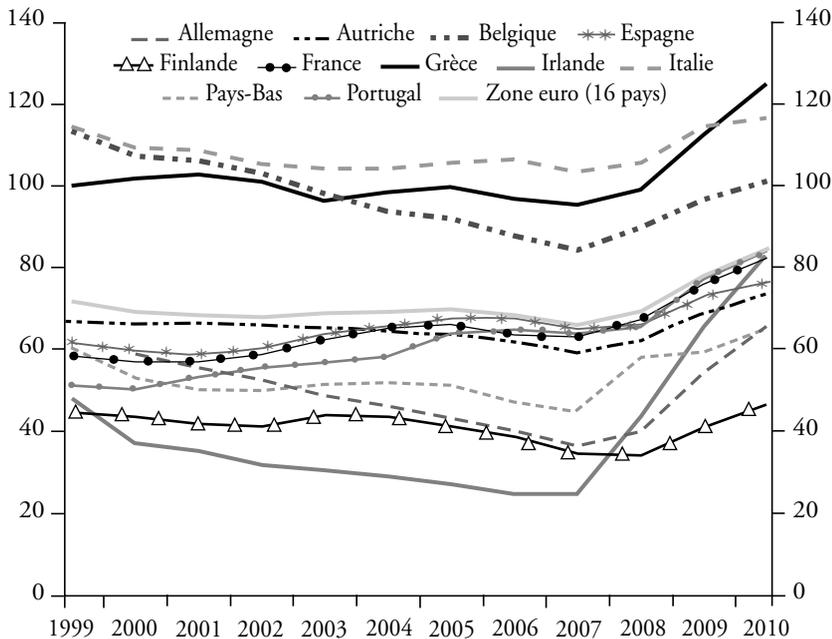
**Graphique 2**  
**Dettes des banques et des entreprises dans la zone euro**  
 (en % du PIB)



Source : base de données AMECO, Commission européenne.

L'accumulation de la dette privée dans la zone euro a ensuite déclenché la dynamique bien connue de la déflation par la dette, analysée par Fisher (1933), puis par Minsky (1986), qui contraint les gouvernements concernés à laisser augmenter leur propre niveau d'endettement. Ce qui fut réalisé à travers deux canaux de transmission. Le premier a été la reprise par les gouvernements et à leur compte de dettes privées (principalement des dettes bancaires). Le deuxième a été celui des stabilisateurs automatiques déclenchés par la baisse des recettes gouvernementales du fait de la récession. En conséquence, le ratio dette publique/PIB a commencé à augmenter très vite après le déclenchement de la crise financière. Le graphique 3 montre les ratios dette publique/PIB des pays de la zone euro avant et après la crise. L'élément le plus surprenant de ce graphique est que, sauf en ce qui concerne l'Allemagne et le Portugal, les ratios d'endettement étaient en baisse dans tous les pays de la zone euro avant 2008. Il est encore plus frappant de voir que dans les deux pays qui ont récemment connu de sérieuses difficultés en matière de dette publique, l'Irlande et l'Espagne, les ratios de la dette publique connaissaient un déclin spectaculaire avant la crise. Or c'était également les pays qui connaissaient la plus forte accumulation de dettes privées.

**Graphique 3**  
**Dettes publiques dans les pays de la zone euro**  
 (en % du PIB)



Source : base de données AMECO, Commission européenne.

Sur la base de ces éléments, il est clair qu'il est difficile de prétendre que la crise de la dette publique est due à la prodigalité des gouvernements avant la crise. Le seul pays pour lequel cette affirmation est fondée est la Grèce. Elle ne s'applique pas aux autres pays dans lesquels la cause fondamentale de la crise réside dans une accumulation insoutenable de la dette privée qui a forcé les gouvernements à intervenir pour aider (et dans certains cas sauver) des larges segments du secteur public.

Bien que la cause de la crise de la dette publique ne se trouve pas dans un dysfonctionnement du PSC, il n'en reste pas moins vrai que celui-ci ne fonctionne pas bien. Ceci a été spectaculairement mis en évidence en 2003 lorsque la France et l'Allemagne ont décidé unilatéralement de ne pas respecter ses règles. Il est donc important de comprendre pourquoi le PSC ne marche pas bien, avant de décider d'en renforcer les règles et d'imposer plus de sanctions, ou avant d'appliquer ses méthodes à d'autres domaines des politiques économiques nationales.

La raison pour laquelle le PSC fonctionne mal peut être décrite de la manière suivante. Tant que les politiques budgétaires (dépenses et recettes) restent entre les mains des gouvernements et des Parlements nationaux, la responsabilité politique des décisions concernant les dépenses et les recettes leur incombe. Ils sont exposés aux sanctions politiques de leurs électeurs nationaux. Ni la Commission européenne, ni les autres membres du Conseil européen ne sont exposés à une sanction politique pour les mesures qu'ils imposent à un pays membre. L'adage « pas de taxation sans représentation » appartient à l'essence des démocraties. Le PSC a tenté de contourner ce principe en conférant des pouvoirs à des personnes et des institutions qui ne doivent pas faire face à la responsabilité politique de leurs actions. Cette tentative devait échouer et c'est très bien qu'il en ait été ainsi.

La Commission européenne a proposé de renforcer les règles et d'imposer de plus fortes sanctions dans le cadre du PSC. Il est de plus en plus probable que le groupe de travail présidé par le président du Conseil européen proposera également un renforcement des règles du PSC. On ne sait pas encore dans quelle mesure un renforcement des règles et des sanctions contribuera à sauver le PSC qui est gravement imparfait parce qu'il ne tient pas compte des principes élémentaires de l'économie politique.

L'analyse ci-dessus conduit à deux conclusions.

Premièrement, la crise dans la zone euro est principalement associée à des événements divergents concernant la dette privée et très liés à des divergences macroéconomiques. Il faut donc faire quelque chose à propos de ces divergences. La question est de savoir que faire précisément.

Deuxièmement, la méthode de convergence implicite au sein du PSC ne devrait pas être le modèle utilisé pour imposer une convergence dans d'autres domaines des politiques économiques nationales. Cette méthode n'a pas bien fonctionné en matière budgétaire ; il est peu probable qu'elle fonctionne dans d'autres domaines.

*COMMENT REMÉDIER  
AUX DIVERGENCES ÉCONOMIQUES ?*

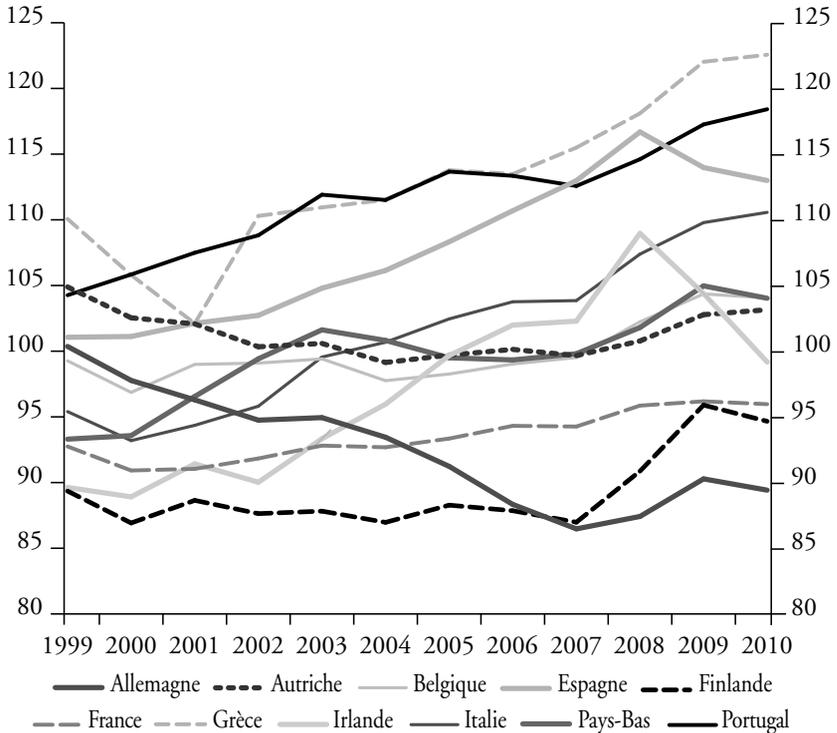
Ici aussi, il faut faire le bon diagnostic. D'où proviennent ces divergences macroéconomiques ? Je pense qu'aujourd'hui, nous n'avons pas la bonne réponse. Nous ne comprenons pas très bien l'origine des divergences macroéconomiques dans la zone euro.

Il est souvent avancé que l'origine des phénomènes d'expansion/récession (*boom and bust*) dans des pays comme l'Espagne, la Grèce et l'Irlande se trouve dans la forte baisse des taux d'intérêt réels suite à leur entrée dans la zone euro. Cette baisse aurait déclenché un *boom* de la consommation et une bulle dans le marché immobilier. Soit, mais ceci n'explique pas tout. L'Italie a également connu une baisse sans précédent de ses taux d'intérêt réels quand elle est entrée dans la zone euro et elle n'a pas connu de tels phénomènes.

Ce qui m'amène à introduire un autre élément d'explication : les « esprits animaux », c'est-à-dire les vagues d'optimisme et de pessimisme qui, en s'autoréalisant, influencent l'activité économique (Akerlof et Schiller, 2009 ; Leijonhuvud, 1973 ; Minsky, 1986). Mon hypothèse est que dans le domaine des « esprits animaux », la zone euro est loin d'être intégrée. Il y a quelques années, quand l'*angst* régnait sur l'Allemagne, des bouffées d'optimisme éclataient en Espagne et en Irlande. Aujourd'hui, l'optimisme règne en Allemagne et le pessimisme prévaut dans les pays qui étaient en plein *boom*. Les pays membres de la zone euro sont donc encore vraiment des nations indépendantes qui créent leurs propres « esprits animaux ».

L'existence de ces « esprits animaux » idiosyncratiques est au cœur des divergences de compétitivité observées au cours de la décennie écoulée. L'optimisme qui a prévalu dans les pays périphériques a entraîné des *booms* de l'activité économique qui ont provoqué des hausses des prix et des salaires dans ces pays. Quelques années de croissance très rapide ont suffi pour que les prix et les coûts salariaux y connaissent des évolutions très divergentes de celles des autres pays de la zone euro depuis 1999.

**Graphique 4**  
**Coûts unitaires du travail dans la zone euro**  
 (moyenne 1970-2010 = 100)



34

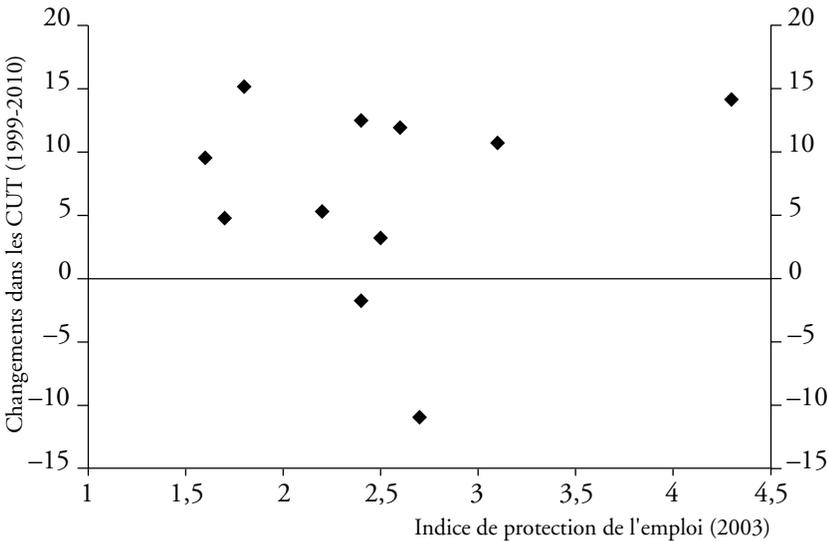
Note : contrairement à ce qui est fait habituellement, je ne prends pas l'année 1999 comme base car cela tend à exagérer le degré de divergence en presumant implicitement qu'en 1999, la compétitivité relative était à l'équilibre (Gros et Alcidi, 2010). Au lieu de cela, j'ai choisi la moyenne de la période allant de 1970 à 2010 pour mieux représenter les valeurs d'équilibre et lui ai donné la valeur 100. Les mouvements divergents dans les coûts unitaires du travail sont moins prononcés que si l'on choisit l'année 1999. Quoi qu'il en soit, il y a une divergence grandissante en Grèce, au Portugal, en Espagne, en Italie et également en Irlande jusqu'en 2008.

Source : base de données AMECO, Commission européenne.

Il y a une tendance en Europe à accuser les « rigidités structurelles » pour les mouvements divergents de la compétitivité dans la zone euro, et donc à considérer qu'il faut introduire des « réformes structurelles ». Si, sans aucun doute, on peut observer dans l'Union européenne de nombreuses rigidités, celles-ci n'ont probablement pas grand-chose à voir avec les mouvements divergents de compétitivité. J'en présente quelques preuves dans le graphique 5 (ci-après). Celui-ci représente,

pour la période allant de 1999 à 2010, l'indice de protection de l'emploi (axe horizontal) et les changements relatifs dans les coûts unitaires du travail (CUT) (axe vertical). On peut voir qu'il n'y a pas de relation entre l'indice OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) des rigidités sur le marché du travail des pays de la zone euro et les modifications des compétitivités depuis le commencement de la zone euro.

**Graphique 5**  
**Changements dans les coûts unitaires du travail**  
**et dans les protections de l'emploi**



Sources : OCDE pour l'indice de protection de l'emploi ; base de données AMECO pour les coûts unitaires du travail (CUT).

Les réformes structurelles ne constituent donc pas la réponse aux divergences de compétitivité. Celles-ci sont mieux expliquées par des mouvements divergents des situations macroéconomiques (Gros et Alcidi, 2010) qui sont très influencées par les « esprits animaux » nationaux. Il est donc surprenant de voir que la Commission européenne envisage de sanctionner les pays qui n'introduiraient pas de réformes structurelles pour améliorer leur compétitivité. Il n'y a tout simplement aucune preuve que l'introduction de telles réformes dans les marchés du travail augmentera la compétitivité des pays.

Si les phases d'expansion/récession et les mouvements qui en

résultent dans les prix et les salaires sont la conséquence des « esprits animaux » qui continuent à avoir des origines nationales et non européennes, que peut-on y faire ? Autrement dit, les gouvernements nationaux disposent-ils des outils pour répondre à ce problème ? Et quelles sont les responsabilités des banques centrales ?

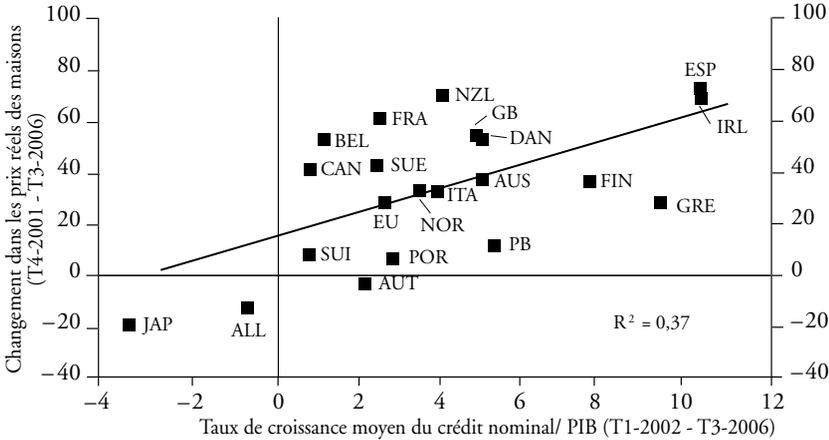
### *RESPONSABILITÉS DES GOUVERNEMENTS ET DES BANQUES CENTRALES*

La responsabilité fondamentale de la crise de la dette dans la zone euro se trouve dans une augmentation insoutenable des niveaux d'endettement du secteur privé au cours de la décennie qui a précédé la crise. Comme nous l'avons dit précédemment, ces niveaux de dette privée ont été fortement influencés par des poussées d'optimisme ou de pessimisme (« esprits animaux ») qui avaient de fortes composantes nationales. Alors qu'au début des années 2000, une vague d'optimisme (encouragée par la baisse des taux d'intérêt réels) emportait des pays comme l'Espagne et l'Irlande, le pessimisme était de mise en Allemagne. Ces « esprits animaux » ont une propriété autoréalisatrice, débouchent sur des bulles et autres *booms* dans les pays en proie à l'optimisme et vont dans le sens contraire dans les autres pays.

36

La gravité de ces bulles et de leur explosion dépend en fin de compte de la manière dont elles sont financées. Et particulièrement, ces bulles et ces *booms* s'accroissent lorsqu'ils sont rendus possibles par le crédit bancaire. En réalité, il existe une double interaction entre les bulles et les *booms*, d'un côté, et les crédits bancaires, de l'autre côté. Lorsqu'une bulle et un *boom* commencent à se former, les crédits bancaires tendent à augmenter automatiquement, principalement parce que la bulle augmente les prix des actifs, particulièrement dans l'immobilier, ce qui augmente la valeur des garanties présentées pour obtenir un prêt. De la même manière, l'augmentation des crédits bancaires intensifie la bulle et le *boom*. Cette caractéristique a été analysée en détail par Borio (2003), Brunnermeier et *al.* (2009) et White (2006). Elle est également illustrée dans le graphique 6 (ci-après) qui montre la corrélation entre les prix réels des maisons et les crédits bancaires sur la base d'une étude du Fonds monétaire international (FMI). C'est la combinaison des bulles (principalement dans les marchés immobiliers) et les crédits bancaires qui rendent ces dernières si dangereuses.

**Graphique 6**  
**Prix réel des maisons et taux de croissance du crédit nominal/PIB**  
 (en %)



Abréviation des pays : ALL = Allemagne, AUS = Australie, AUT = Autriche, BEL = Belgique, CAN = Canada, DAN = Danemark, ESP = Espagne, EU = États-Unis, FIN = Finlande, FRA = France, GB = Grande-Bretagne, GRE = Grèce, IRL = Irlande, ITA = Italie, JAP = Japon, NOR = Norvège, NZL = Nouvelle-Zélande, PB = Pays-Bas, POR = Portugal, SUE = Suède, SUI = Suisse.

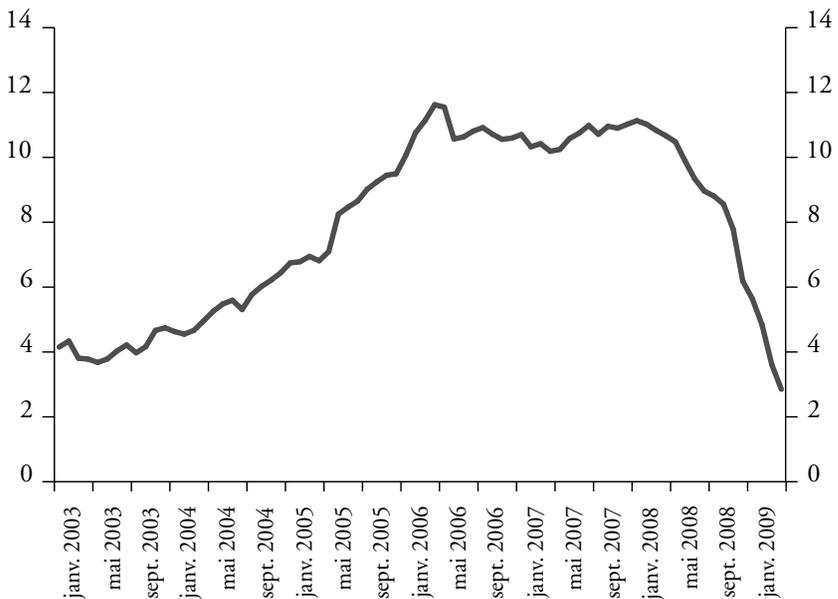
Source : Kannan, Rabanal et Scott (2009).

L'analyse ci-dessus mène à la conclusion que l'apparition des dettes privées insoutenables est le résultat de la combinaison des « esprits animaux » et des crédits bancaires. Ce phénomène a été très marqué en Irlande et en Espagne. Cela mène également à la conclusion que les gouvernements nationaux ne portent pas seuls la responsabilité de ces événements (car ils ne s'y sont pas opposés par des politiques budgétaires contracycliques), mais que les autorités monétaires y ont aussi leur part (parce qu'elles n'ont pas suffisamment contrôlé les crédits bancaires). Puisque le crédit bancaire est une cause fondamentale des bulles et des *booms* et que les autorités monétaires peuvent contrôler les crédits bancaires, on peut affirmer que la responsabilité de ces autorités dans le développement des crédits privés insoutenables est plus grande que celle des gouvernements. Ainsi, l'incapacité des autorités monétaires, et particulièrement de la Banque centrale européenne (BCE), à contrôler le développement des dettes privées insoutenables et des dettes publiques qui en ont découlé est au moins aussi grande que les défaillances des gouvernements nationaux.

Les défenseurs des autorités monétaires européennes soutiendront que la BCE n'a pas les moyens de contrôler les agrégats monétaires nationaux, en l'occurrence les crédits bancaires nationaux. Elle ne peut peser que sur les variables à l'échelle du système, c'est-à-dire, les crédits

bancaires dans la zone euro tout entière. Même sous cet angle, il existe une grande responsabilité de la BCE. Dans le graphique 7, je montre le taux de croissance de l'ensemble des crédits bancaires dans la zone euro pour la période allant de 2003 à 2009. On peut voir que pendant les années de bulles et de *booms*, l'ensemble des crédits bancaires de la zone euro a augmenté de plus de 10 % par an. Il est certain que la BCE aurait pu influencer sur le taux de croissance du crédit bancaire. En fait, elle est probablement la seule qui aurait pu le faire.

**Graphique 7**  
**Taux de croissance des prêts bancaires dans la zone euro**  
 (en %)



Source : Banque centrale européenne.

Je ne prétends pas que la BCE aurait dû adopter une politique de taux d'intérêt autre que celle qu'elle a mise en œuvre. Mais elle aurait pu utiliser d'autres instruments dont elle dispose, par exemple les taux de réserves obligatoires, pour contrôler le taux de croissance des crédits bancaires. Ceci aurait réduit l'intensité de l'expansion du crédit bancaire dans les pays qui connaissaient des bulles dans leurs marchés immobiliers.

En outre, l'Eurosystème aurait pu utiliser des taux de réserves obligatoires distincts dans différents marchés bancaires nationaux, en imposant des *minima* plus élevés dans des pays qui connaissaient

une croissance beaucoup plus rapide des crédits bancaires (Espagne et Irlande). Le secteur du détail dans les marchés bancaires de la zone euro, encore très segmenté en fonction des frontières nationales, permettrait donc l'application de taux de réserves obligatoires différenciés par pays.

L'Eurosystème a donc sa part de responsabilité dans l'occurrence des bulles dans les marchés immobiliers nationaux et dans l'envol des dettes privées qui l'a accompagnée. C'est pourquoi les réformes de la gouvernance de la zone euro ne devraient pas seulement porter sur les responsabilités des gouvernements nationaux (qui sont importantes), mais aussi sur celles des autorités monétaires, et notamment celles de la BCE. On ne fera pas l'économie d'une sérieuse réflexion supplémentaire.

À l'analyse ci-dessus, on peut objecter que c'est de la responsabilité des régulateurs financiers de remédier aux prises de risques excessives des banques. Lorsque celles-ci accordent trop de crédits et augmentent ainsi le risque de leurs bilans, les régulateurs devraient intervenir. Cela ne fait aucun doute. Cependant, cela n'absout pas l'Eurosystème de ses responsabilités dans le maintien de la stabilité financière. Lorsqu'un *boom* alimenté par le crédit survient dans un pays membre, il est aussi de la responsabilité de l'Eurosystème d'agir. Ce dernier dispose de la panoplie la plus puissante pour contrôler les conséquences macroéconomiques des bulles.

Les réformes récentes dans le dispositif de régulation de la zone euro augmentent la marge de manœuvres de l'Eurosystème. On se souviendra que le Conseil européen du risque systémique (CERS) a été instauré. Fort à propos, le président de la BCE sera également le président du CERS. Ses créateurs ont donc bien compris que la BCE est au centre de la surveillance des risques systémiques dans la zone euro. Il serait en effet tout à fait paradoxal que le président du CERS lance un signal d'alarme concernant les risques systémiques sans passer aussitôt à l'action pour les réduire, laissant ainsi les régulateurs nationaux agir seuls.

Une bonne part des débats sur la manière d'imposer une plus grande convergence entre les pays membres a porté sur ce que les gouvernements nationaux devraient faire pour éviter les situations divergentes d'un certain nombre de variables macroéconomiques (compétitivité, déséquilibres des paiements courants...). Sans nier que les gouvernements nationaux aient leur part de responsabilité, le rôle de ces gouvernements dans la crise a été surestimé. À l'inverse, celui des autorités monétaires, et notamment de la BCE, a été sous-estimé.

Cette conclusion est fondée sur le diagnostic de la crise actuelle selon lequel les divergences entre des pays membres de la zone euro sont apparues principalement sous l'effet de ce que j'ai appelé des « esprits animaux » nationaux, c'est-à-dire des vagues d'optimisme et de pessimisme qui continuent à avoir une base nationale forte au sein de la zone euro. Il n'y a pas encore, en ce moment, d'« esprits animaux » qui s'imposent dans la zone euro tout entière. Ces derniers déclenchent de manière endogène l'expansion et la contraction du crédit. C'est la relation entre le crédit et l'état d'esprit qui donne à ce dernier la force pour déclencher et orienter les mouvements de production et d'investissement. Il en résulte que la clé pour contrôler les divergences nationales des variables macroéconomiques réside dans le contrôle des mouvements de crédit à l'échelle nationale. Les principales institutions de la zone euro qui peuvent influencer sur les mouvements de crédit nationaux sont les autorités monétaires, y compris la BCE.

Par conséquent, les propositions officielles de l'Union européenne (de la Commission européenne et du groupe de travail) concernant les divergences nationales dans la zone euro ne devraient pas porter presque exclusivement sur ce que les gouvernements des pays membres devraient faire, mais aussi sur les responsabilités des autorités monétaires de cette zone. Une réflexion approfondie sur le rôle de ces autorités monétaires sera indispensable pour remédier aux divergences macroéconomiques endémiques dans cette même zone.

Enfin, j'ai aussi souligné que les propositions de la Commission européenne pour renforcer le PSC en confortant les sanctions sont inadéquates. La cause fondamentale de la crise de la dette se trouve dans l'expansion insoutenable de la dette privée avant la crise. La forte expansion des niveaux d'endettement public dans la zone euro a commencé après l'éclatement de la crise financière et a été rendue nécessaire, d'abord pour épargner de larges segments du secteur privé et ensuite pour éviter une spirale déflationniste de l'activité économique. Les propositions de la Commission européenne prévoient que les gouvernements futurs qui interviendront pour sauver le secteur privé devraient être punis pour avoir eu une conduite aussi répréhensible.

## BIBLIOGRAPHIE

- AKERLOF G. et SHILLER R. (2009), *Animal Spirits : How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press.
- BORIO C. (2003), « Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation ? », CESifo, *Economic Studies*, vol. 49, n° 2/2003, pp. 181-216.
- BRUNNERMEIER et al. (2009), « The Fundamental Principles of Financial Regulation », *Geneva Reports on the World Economy 11*, Preliminary Conference Draft.
- FISHER I. (1933), « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, vol. 1, octobre, pp. 337-357.
- GROS D. et ALCIDI C. (2010), « Fiscal Policy Coordination and Competitiveness Surveillance : What Solutions to What Problems ? », Centre for European Policy Studies, *Policy Briefs*, 7 septembre.
- KANNAN K., RABANAL P. et SCOTT A. (2009), « Macroeconomic Patterns and Monetary Policy in the Run-Up to Asset Price Busts », Fonds monétaire international, *Working Paper*, n° 09/252.
- LEIJONHUVUD A. (1973), « Effective Demand Failures », *Swedish Journal of Economics*, vol. 75, pp. 27-48.
- MINSKY H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw Hill.
- WHITE W. (2006), « Procyclicality in the Financial System : Do We Need a New Macrofinancial Stabilisation Framework ? », Banque des règlements internationaux, *Working Papers*, n° 193, janvier.
- WYPLOSZ C. (2005), « Fiscal Policy : Institutions versus Rules », *National Institute Economic Review*, n° 191, janvier.

