

Conférence-Débat de la Représentation régionale de la Commission européenne

Marseille, 3 avril 2012

APRES LA CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE, LA ZONE EURO AU BORD DE LA RECESSION

André Cartapanis
Professeur à Sciences Po Aix-en-Provence

L'objet : proposer un panorama d'ensemble de la situation de la zone euro, en avril 2012, que l'on peut rapidement caractériser :

- Une zone euro au bord de la récession et un ralentissement marqué de la croissance mondiale
- Une crise de l'endettement souverain en Europe qui n'est toujours pas totalement réglée : Grèce, Portugal, Espagne, Italie...
- Une gestion de crise, au sein de la zone euro, pour le moins inefficace et des tentatives complexes pour reconstruire les règles de l'union monétaire et de la gouvernance macroéconomique européenne en temps de crise...

Pour comprendre l'entrée en récession de la zone euro, il faut examiner, à la fois :

- La crise de la zone euro : les failles de l'UEM et de la gouvernance économique de la zone, et l'impuissance des stratégies menées du côté des Etats et de la BCE
- Les origines et les effets de la crise de l'endettement des Etats, tout particulièrement en Europe, depuis 2010-2011 : un report de la crise bancaire de 2008-2009 sur les finances publiques et des politiques de consolidation budgétaire procycliques, tout particulièrement au sein de la zone euro

Quelles sont les prévisions de croissance pour 2012 ?

- Diversité des organismes de prévisions:
 - FMI (24 janvier 2012)
 - Commission européenne (23 février 2012)
 - OFCE (29 mars 2012)
- Mais convergence très nette: la zone euro entre en récession

Les prévisions de croissance du FMI (24 janvier 2012)

	2010	2011	Prévisions 2012
Monde	5.2	3.8	3.3
USA	3.0	1.8	1.8
Zone euro	1.9	1.6	- 0,5
RU	2.1	0,9	0,6
Japon	4.4	- 0.9	1.7
Pays émergents et en développement	7.3	6.2	5.4
Commerce mondial de biens et services	12.7	6.9	3.8

Les prévisions de croissance du FMI (24 janvier 2012) au sein de la zone euro

	2010	2011	Prévisions 2012
Zone euro	1.9	1.6	- 0.5
Allemagne	3.6	3.0	0.3
France	1.4	1.6	0.2
Italie	1.5	0.4	- 2.2
Espagne	- 0.1	0.7	- 1.7

Les dernières prévisions de croissance de la Commission européenne (23 février 2012)

	2011	2012
Zone euro	1.4	- 0.3
Allemagne	3.0	0.6
France	1.7	0.4
Italie	0.2	- 1.3
Espagne	0.7	- 1.0
Belgique	1.9	- 0.1
Irlande	0.9	0.5
Grèce	- 6.8	- 4.4
Pays-Bas	1.2	- 0.9
Portugal	- 1.5	- 3.3

Les dernières prévisions de croissance de l'OFCE (29 mars 2012)

	Poids dans le total	PIB en volume		
		2011	2012	2013
Zone euro	15,5	1,5	-0,4	0,3
Royaume-Uni	3,2	0,9	0,7	0,9
États-Unis	20,8	1,7	2,3	2,4
Japon	6,3	-0,6	1,9	1,5
Monde	100	3,5	3,1	3,4

Les dernières prévisions de croissance de l'OFCE pour les différents pays membres de la zone euro (29 mars 2012)

	Poids ¹ dans le total	2011	2012	2013
Allemagne	4,2	3,1	0,3	0,8
France	3,1	1,7	0,2	0,7
Italie	2,6	0,8	-1,7	-0,9
Espagne	2,0	0,7	-1,1	-0,6
Pays-Bas	1,0	1,3	-1,1	0,5
Belgique	0,6	1,9	0,1	0,9
Autriche	0,5	3,1	0,4	0,8
Finlande	0,5	2,7	0,7	1,1
Portugal	0,3	-1,5	-2,9	0,2
Grèce	0,3	-6,2	-5,3	-0,3
Irlande	0,3	0,8	-0,6	0,9
Zone euro	15,5	1,5	-0,4	0,3

Comment expliquer cette situation à risques?

- Hasard ?
- Réchauffement de la planète ?
- Non : c'est à la fois une nouvelle phase de la crise qui démarre en 2008 avec la crise financière aux Etats-Unis, qui a contaminé l'économie mondiale, et le produit des politiques économiques et des conditions de gestion de la crise de l'endettement souverain au sein de la zone euro depuis 2010.
- D'où la nécessité d'un rapide retour en arrière

Retour sur la période d'avant-crise

- De bonnes performances macroéconomiques:
 - Croissance mondiale : environ 4,5%
 - Croissance des pays industriels : environ 3%
 - Croissance des pays émergents : environ 6 à 8 %
 - *Grande modération* et inflation maîtrisée
- Mais de nombreuses fragilités :
 - Bulles sur prix d'actifs, immobiliers, actions...
 - Concurrences accrues de la part des émergents, inégalités croissantes
 - Surendettement privé, et pour certains pays, surendettement public, favorisés par des taux d'intérêt réels très bas
 - Déséquilibres globaux et expansion de la liquidité mondiale
 - Dynamique procyclique du crédit
 - Et après création de la zone euro, forte appréciation de l'euro, et très forte hétérogénéité des dynamiques macroéconomiques¹

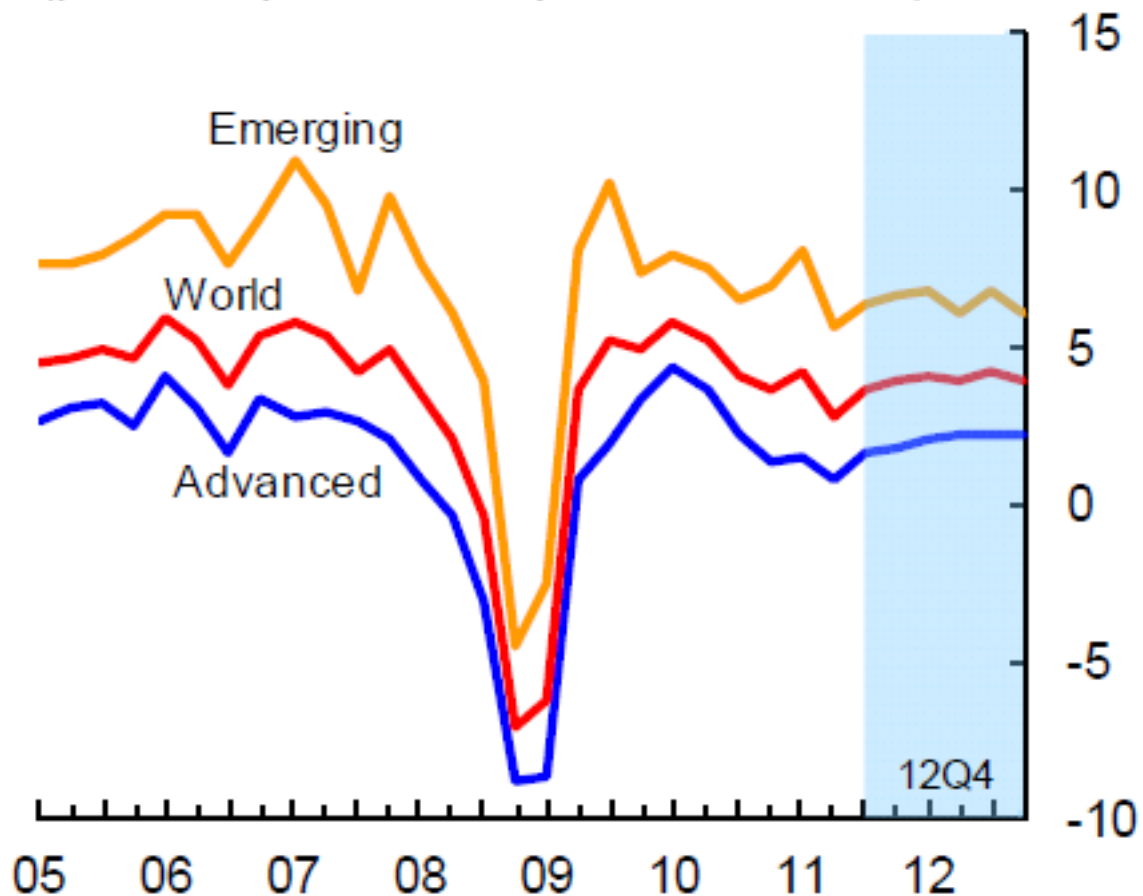
Croissance de l'économie mondiale avant la crise financière (en %)

	1993-2002	2003	2004	2005	2006	2007
Monde	3,3	3,6	4,9	4,6	5,3	5,4
Economies avancées	2,8	1,9	3,1	2,7	3,1	2,8
Economies émergentes	4,1	6,2	7,5	7,3	8,2	8,9
USA	3,4	2,5	3,5	3,1	2,7	1,9
Zone euro	2,1	0,7	2,2	1,7	3,2	3,0

- Tout cela s'est brutalement interrompu avec crise bancaire (août 2007 et surtout septembre 2008, après la faillite de *Lehman Brothers*, puis extension mondiale via multiples canaux, des faillites bancaires aux effets sur le commerce international):
 - Effondrement des marchés d'actifs
 - Contagion de la crise bancaire, d'illiquidité puis d'insolvabilité
 - Et très violente récession fin 2008, jusqu'en août 2009 (- 8% du PIB mondial en données trimestrielles, effondrement du marché automobile et du CI)

- Car conséquences multiples de la crise financière sur la sphère réelle, provoquant une violente récession :
 - Désendettement
 - Hausse des taux d'épargne
 - *Credit crunch*
 - Défiance généralisée et chute de l'investissement

Figure 3. Global Real GDP Growth
(percent; quarter over quarter annualized)



Sources: IMF, *Global Data Source*; and IMF staff estimates.

- Mais face à la crise, réaction massive et efficace des Etats et des Banques centrales :
 - BC : injections de liquidités, par centaines de milliards d'euros ou de dollars
 - Etats : recapitalisations, stabilisateurs automatiques, politiques de soutien de la demande (prime à la casse pour l'automobile, Grand emprunt...)
- Et donc très fort soutien de l'activité économique par la demande publique, se substituant à la demande privée (consommation des ménages, investissement des entreprises, et aussi exportations)
- Du coup, sentiment des *policy makers* : la crise est finie !!!, c'était un trou d'air !!! et, effectivement, la croissance est de retour dès l'automne 2009.

Croissance de l'économie mondiale pendant et après la crise

	2008	2009	2010
Monde	2,8	-0,7	5,1
Economies avancées	0,1	-3,7	3,1
Economies émergentes	6,0	2,8	7,3
USA	-0,3	-3,5	3,0
Zone euro	0,4	-4,3	1,8
France	-0,2	-2,6	1,4
Allemagne	0,8	-5,1	3,6

- **Or, la crise n'était pas du tout terminée :**
 - Banques fragiles
 - Croissance fragile, car liée au soutien de la demande publique
 - Pas de nouveau régime de croissance, ayant succédé à la croissance dopée par le crédit d'avant la crise
 - Et restait l'*addition*, du côté des Etats, avec explosion des déficits budgétaires et du stock de dettes souveraines

- Cette situation de redémarrage rapide de l'économie mondiale, après la crise financière, ne va donc pas durer, va se dégrader, surtout en 2011, avec deux chocs, d'ailleurs très liés l'un à l'autre :
 - **La crise de la dette souveraine en Grèce**
 - **Les politiques de consolidation budgétaire, dans la zone euro, mais aussi bien au-delà, mais à des rythmes différents**

D'abord, un premier choc, avec la crise de la dette grecque

- Après élection de G. Papandréou, PASOK, en octobre 2009, et découverte du camouflage des déficits explosifs du budget : crise de solvabilité
- Au départ, petit problème (20-30 milliards d'euros, Grèce, Grèce = 2% du PIB européen)...
- Mais gestion calamiteuse de la crise avec multiples rebondissements et attermolements, entre Etats, BCE, Commission, FMI, Allemagne, France : 17 Sommets de la dernière chance...
- Transformation d'une crise locale en crise globale!!!

Pourquoi parler d'une gestion calamiteuse de la crise ?

- 17 sommets de la dernière chance ayant totalement désorienté les marchés
- BCE, France, et autres pays membres hors Allemagne : refus du défaut, refus de l'appel au FMI
- Allemagne : favorable à un défaut organisé, pour punir la Grèce et les banques... pour leurs comportements aventureux et excessivement risqués, et interdiction réitérée à la BCE, pour des raisons juridiques (clause de *no bail-out*, de non-renflouement des Etats-membres, selon Statuts BCE) et de doctrine (*ordo-libéralisme*), et donc renflouement possible seulement de la part des Etats (prêts bilatéraux) et à des taux punitifs

- Puis avancées sur le plan institutionnel avec la création du FESF (Fonds européen de stabilité financière, doté de 440 milliards d'euros utiles, et financement à 85% par Allemagne et France), puis du MES (Mécanisme européen de stabilité), mais avec des moyens assez faibles, et que l'on a envisagé d'accroître avec les émergents (la Chine), le FMI... sans succès
- Depuis juillet 2011, mobilisation du FESF avec des taux bas (Irlande, Portugal, Grèce...)
- En même temps, par peur d'un nouvel accident bancaire, d'une nouvelle crise systémique, compte tenu des fragilités issues des décennies précédentes et des fragilités issues de la crise de la dette souveraine (*spreads* à la hausse et dévalorisation des créances sur les Etats), on met en œuvre une politique de durcissement des exigences en capitaux propres des banques et exigences de recapitalisation !!!

- Enfin, décisions du 9 décembre 2011, Traité intergouvernemental, hors GB, nouvelle gouvernance macroéconomique et règle d'or...
- Mais si l'objectif d'assainissement budgétaire est incontournable, le principe d'une telle règle d'or est discutable dans les principes, et, en tout cas, cette règle est destinée à la prévention des futures crises, et pas du tout adaptée à la gestion de la crise en cours : erreur d'agenda...
- **Au total : atermoiements, conflits, rapports de force, demi-solutions, contradictions, hésitations...**

Pourquoi une gestion de crise, dans la zone euro, aussi laborieuse ?

- L'organisation institutionnelle de l'UEM n'avait pas prévu de réponse à une crise de cette nature et de cette ampleur, et, pire encore, avait interdit tout financement direct de la BCE au bénéfice des Etats, même en temps de guerre !!!
- Depuis 2010, bras de fer et divergences d'appréciation, conduisant à l'adoption de compromis boiteux, et évolutifs, qui ont profondément désorienté les marchés, et au final ont aggravé la crise

■ Pour l'Allemagne et Angela Merkel

- l'obsession du risque d'inflation par monétisation de la dette publique et du respect des textes régissant la BCE
- l'obsession de la discipline et de la stabilité financière, par crainte de l'aléa moral (incitation future à l'indiscipline)
- affichage rigide de tels principes sous la surveillance de l'opinion publique, de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe qui doit vérifier le respect des droits fondamentaux et la séparation des pouvoirs, ce qui inclut le respect des prérogatives de la BCE
- c'est la traduction de l'*ordo-libéralisme* : l'État a un rôle d'*ordonnateur* et un pilier central de l'*ordo-libéralisme* est de faire respecter les disciplines de marché et au plan macroéconomique de confier à une banque centrale indépendante la responsabilité de la stabilité monétaire et financière
- Et la faillite de la Grèce serait salutaire : logique punitive, pour l'exemple!!!

■ Pour la BCE

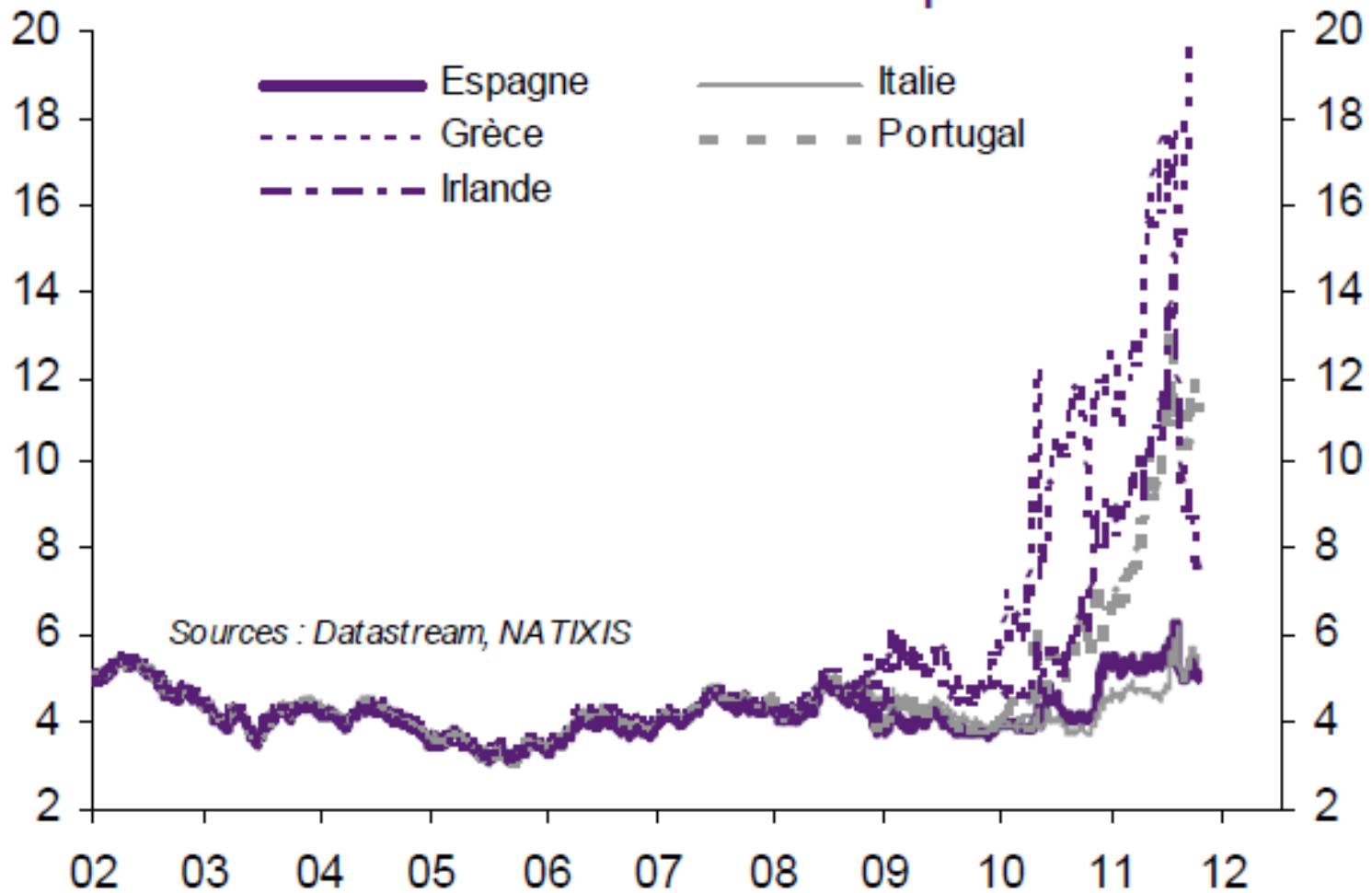
- au départ, très attachée à son mandat (pas d'intervention directe sur la dette publique et seul objectif de maîtrise de l'inflation), mais en même temps, refus du défaut d'un Etat-membre, par crainte du *cataclysme* (J.C. Trichet) de la contagion et de l'atteinte portée à la crédibilité de la zone et de la BCE
- en fait, la BCE a quelque peu dérogé à ces principes, mais sans le dire explicitement, au terme de conflits internes (démission de deux membres allemands du Directoire, Axel Weber et Jürgen Stark, le *Chief Economist*, dont l'un était promis à la succession de J.C. Trichet,) et donc en rachetant de la dette publique sur le marché secondaire, tout en jouant pleinement son rôle de PDR auprès des banques privées, à guichet illimité avec collatéraux moins exigeants et à des taux proches de zéro !!!!
- **Pour la France et les autres pays**, des principes différents mais ils ont du se ranger derrière la position allemande : Merkozy...

- De fait, l'Allemagne semble vouloir tirer profit de la crise pour asseoir sa vision de l'UEM, avec des contraintes budgétaires beaucoup plus drastiques, une discipline de fer, face à la supposée impéritie des autres Etats.
- Et en même temps, refus de véritables avancées sur la voie de l'intégration renforcée
 - pas de fédéralisme budgétaire
 - pas d'euro-bonds
 - pas de modification du mandat de la BCE (alors même que la crise financière de 2008 a provoqué un changement de cap en matière de régulations financières, dans le cadre du G20, avec modifications de doctrine et d'objectifs sous l'angle du maintien de la stabilité financière et des règles macroprudentielles)
 - refus d'un plan de soutien européen à la croissance, proposé par J. Delors ou H. Schmidt !!!
- *Nicht, nicht, nicht...*

- Et donc, la thèse qui s'est imposée, ou plutôt que Angela Merkel a imposée, est que la crise de l'endettement souverain est liée à l'impéritie budgétaire des Etats et qu'il faut commencer par réduire cet endettement avant toute chose, et en interdire la réapparition (règle d'or du 0,5%, hors cycle, érigée en principe constitutionnel).
- Or, sans doute en dehors du cas grec, tout à fait atypique, cette analyse est contestable et totalement inadéquate dans le contexte de crise profonde faisant suite à la crise financière systémique qui s'est déclenchée à l'automne 2008!!!
- La récession annoncée, comme la perte du AAA et la dégradation de la plupart des pays européens par les agences de notation confortent d'ailleurs ce jugement!

- Plus encore, cette impuissance à gérer la crise grecque et la crise de la zone euro a eu des conséquences redoutables :
 - Diffusion de la défiance et perplexité des marchés et des agences de rating, puis dégradation (perte du AAA)
 - Hausse des taux sur l'endettement public
 - Contagion entre dettes souveraines ; Grèce, Irlande ; puis Portugal ; puis Italie: hausse des *spreads*
 - Fragilisation accrue des banques et besoins de recapitalisation
 - Doutes sur la viabilité de l'union monétaire
 - Marchés interbancaires grippés et crainte d'une nouvelle crise bancaire, d'illiquidité ou d'insolvabilité...
 - Crédit atone
 - Ralentissement de l'activité économique et pour certains pays, entrée en récession

Graphique 6
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Mais aussi deuxième choc, lié au précédent : la mise en place de politiques de consolidation budgétaire ou de rigueur, avec, selon les pays, forte hausse des impôts ou forte diminution des dépenses publiques, pas seulement en Europe

- Car l'endettement souverain avait explosé dans l'après-crise et crainte de non-soutenabilité du côté des gouvernements ou de la BCE
- Car peur du *scénario à la grecque* avec la hausse des *spreads* qui s'accroît et s'étend
- Dans un contexte où pour beaucoup (A. Merkel et l'Allemagne), la crise apparaît encore comme une crise spécifiquement grecque, sans gravité...
- Avec sous-estimation du risque considérable pour la croissance
- Et dans la zone euro, sans aucun accompagnement monétaire de la part de la BCE, contrairement à la Fed, à la BOE, à la BOJ...

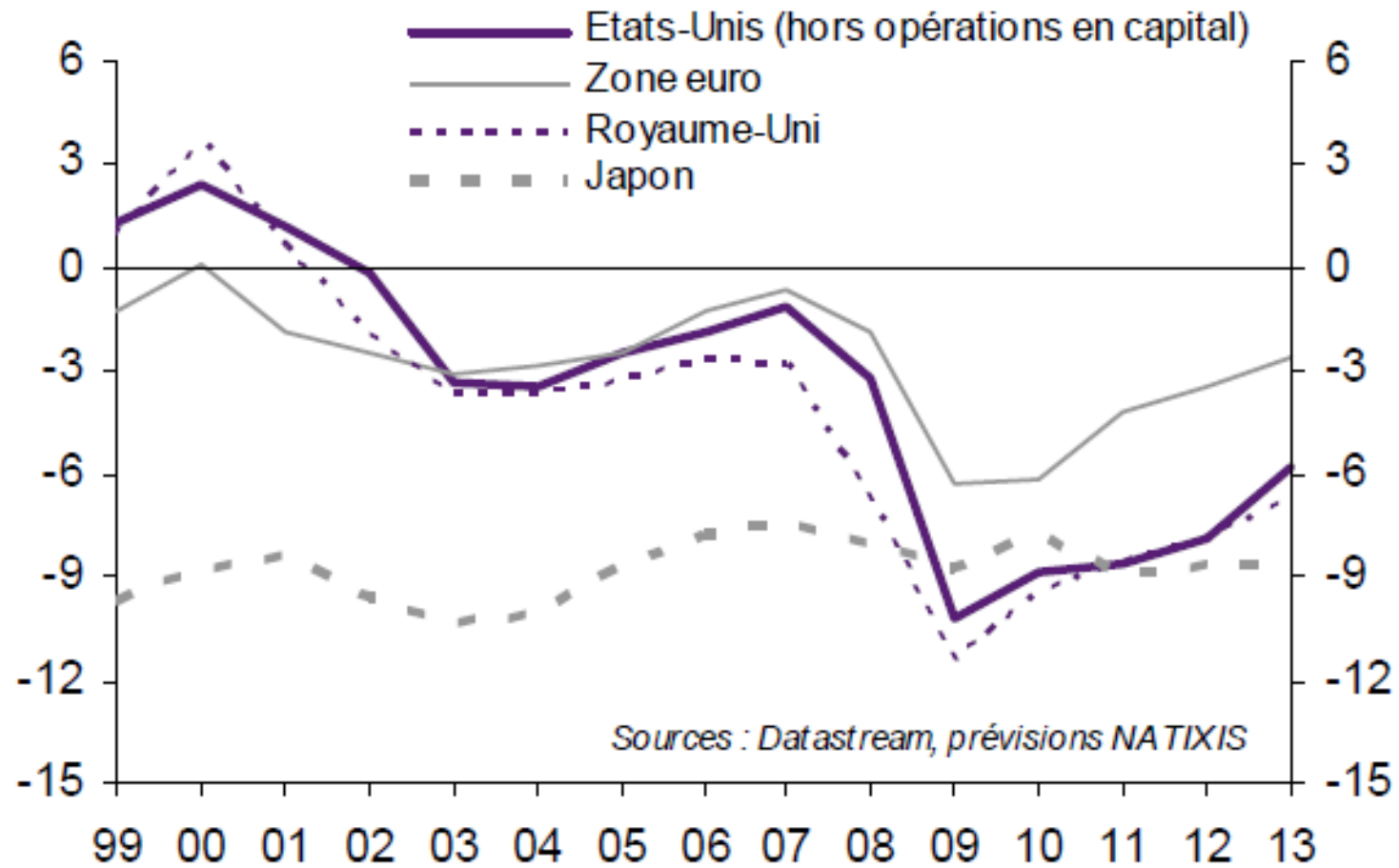
Pourquoi une telle aggravation des déficits budgétaires et, donc, une très forte hausse de l'endettement souverain ?

- Coût des recapitalisations des banques (Irlande, RU, USA...)
- Subventions ou dépenses fiscales pour soutenir la demande (exemple: prime à l'achat dans l'automobile)
- Jeu des stabilisateurs automatiques en phase de récession (hausse des dépenses sociales, réduction des recettes liée à la stabilisation voire à la baisse du pouvoir d'achat ou à l'atonie de l'activité...)
- Et politiques discrétionnaires de relance de l'offre compétitive du type *Grand emprunt* en France
- Et cela pour tous les pays industriels, et pas seulement dans la zone euro

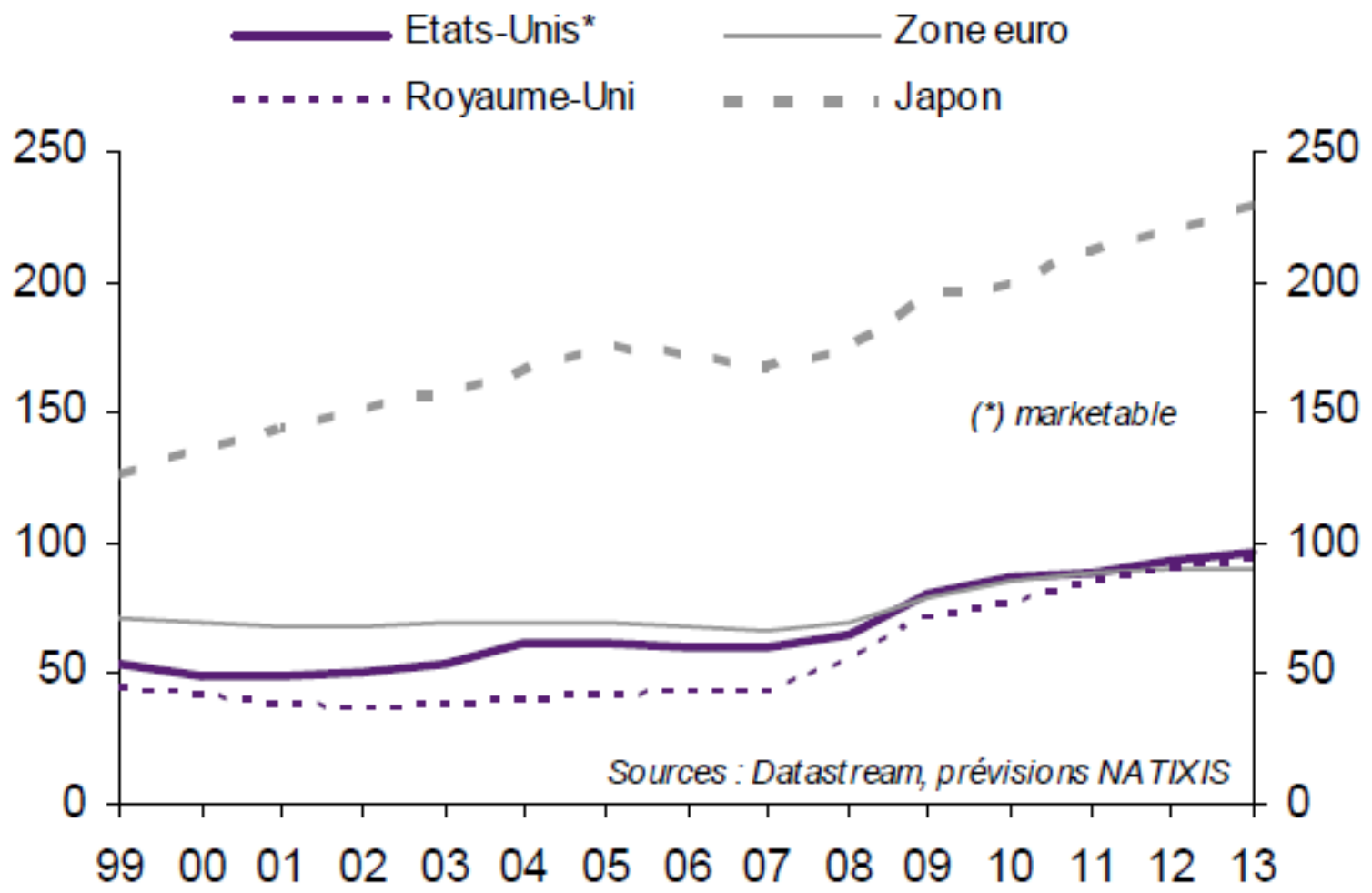
Dettes publiques/PIB en %

	2007	2010
Pays industriels	73	97
Allemagne	65	80
Espagne	36	60
Etats-Unis	62	92
France	64	82
Grèce	105	142
Italie	104	119
Irlande	25	96
Japon	188	220
Royaume-Uni	44	77

Graphique 2a
Déficit public (en % du PIB)

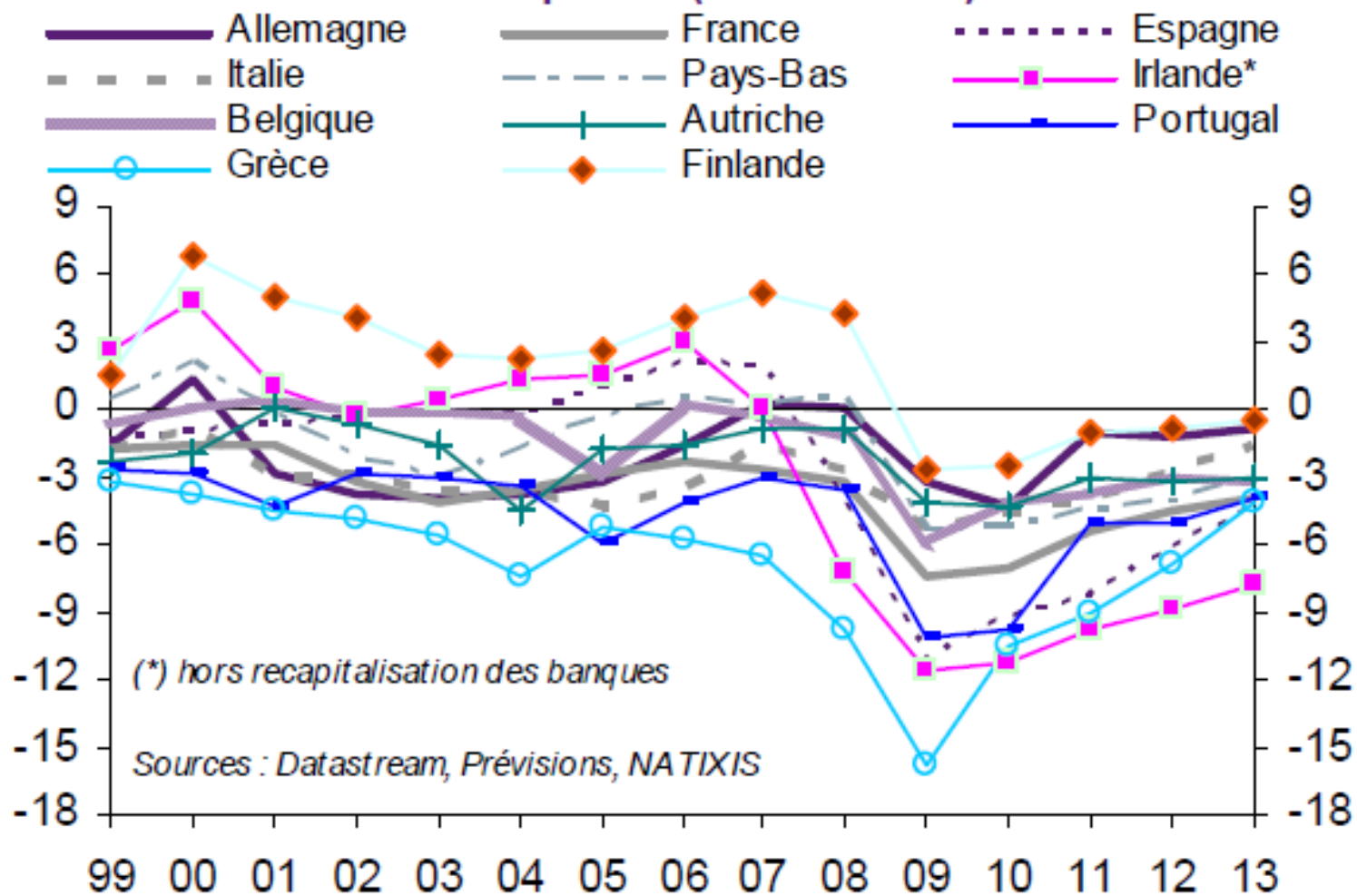


Graphique 2b
Dette publique (en % du PIB)

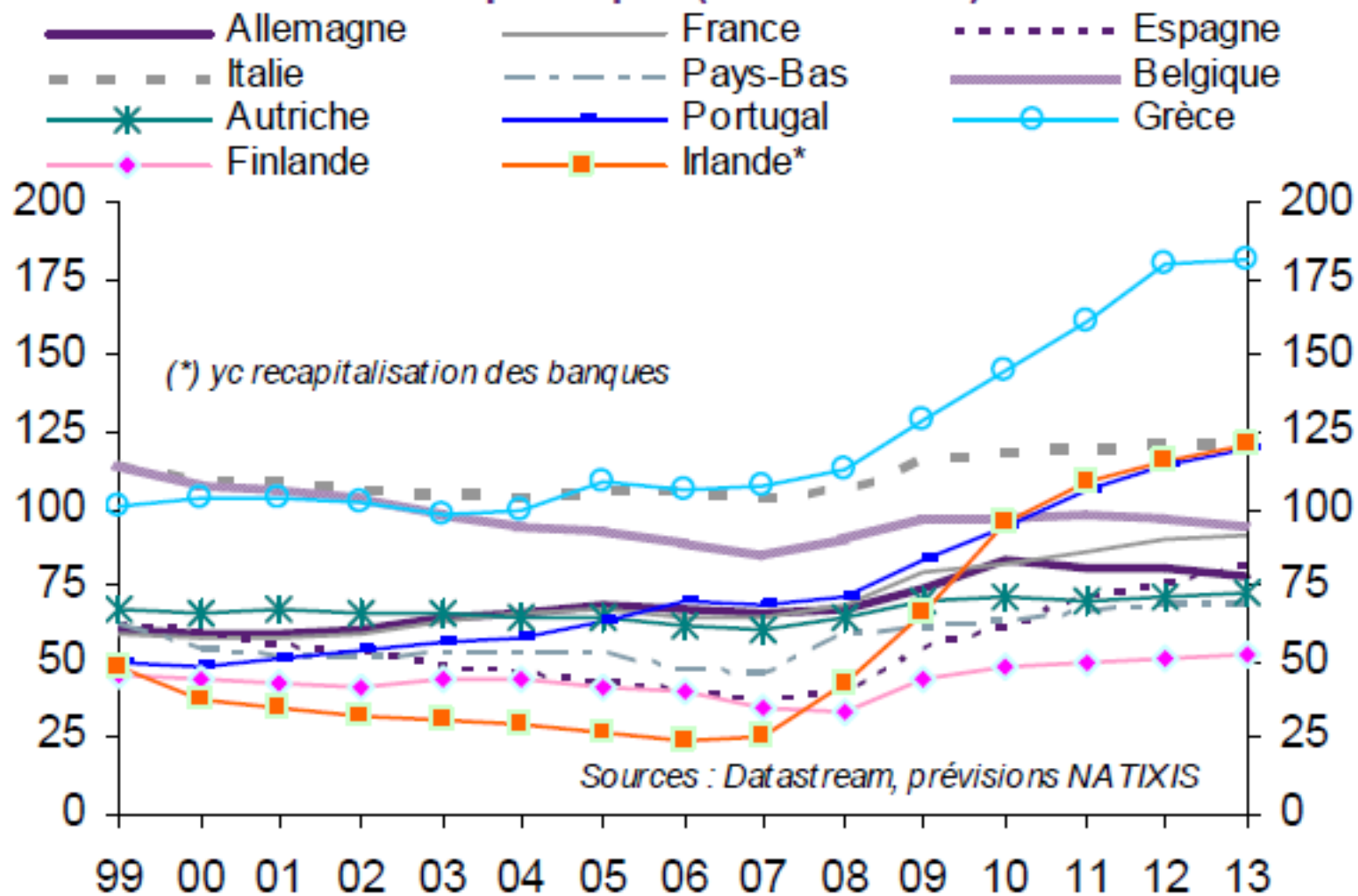


- Du coup, à partir de 2010 et surtout en 2011, énorme effort d'ajustement budgétaire:
 - Portugal : diminution du déficit de 3% de PIB
 - Espagne : diminution du déficit de 3% de PIB
 - Grèce : diminution du déficit de 2,5% de PIB
 - Allemagne : diminution du déficit de 1,5% de PIB
 - France : diminution du déficit de 1,3% de PIB
- Or, très gros effets multiplicateurs de ce *choc de demande*, si tout le monde mène en même temps la même politique de consolidation budgétaire, compte tenu des interdépendances internes à la zone euro : de l'ordre de 1,10 à 1,40!!!

Graphique 7a
Déficit public (en % du PIB)

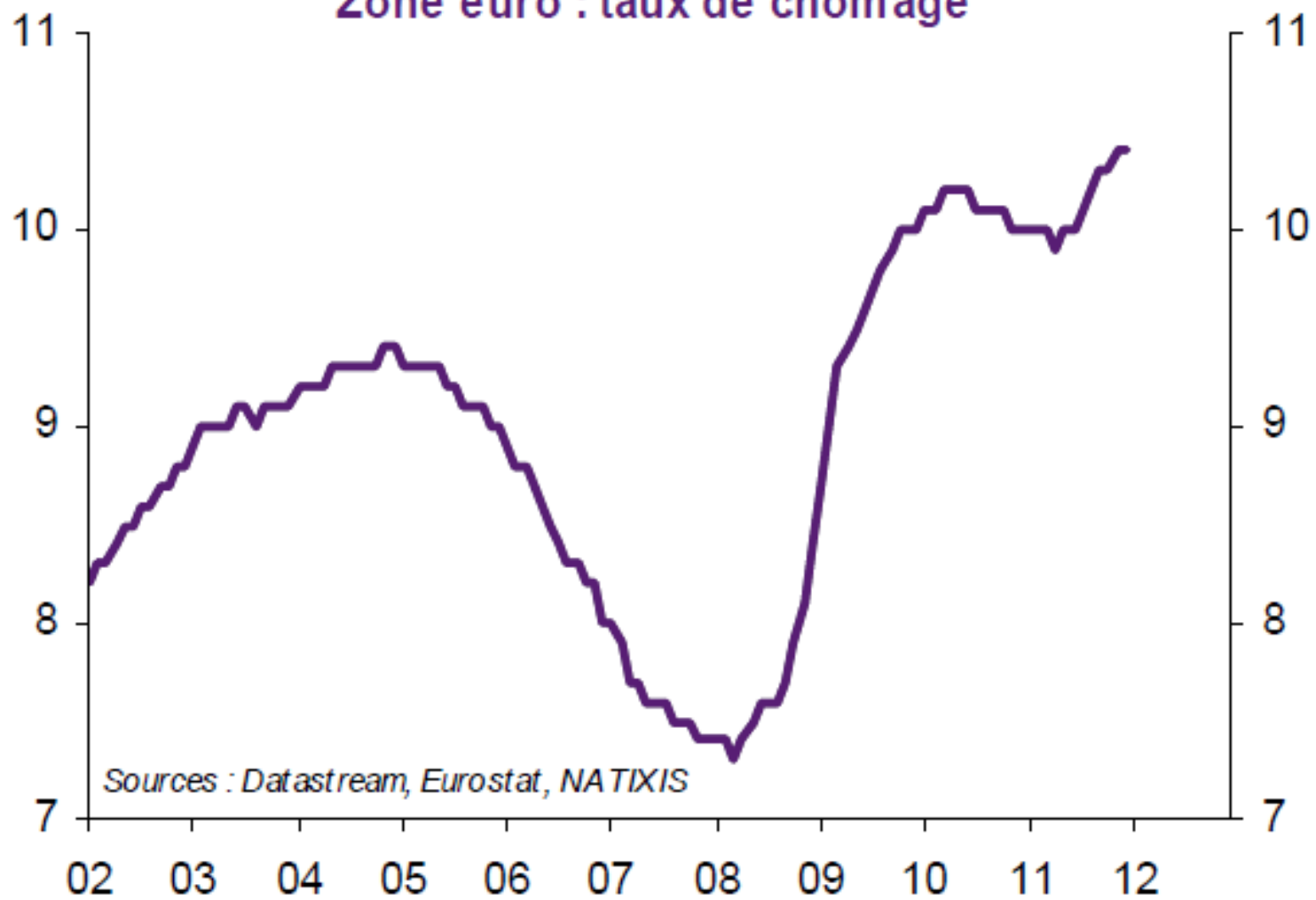


Graphique 7b
Dette publique (en % du PIB)

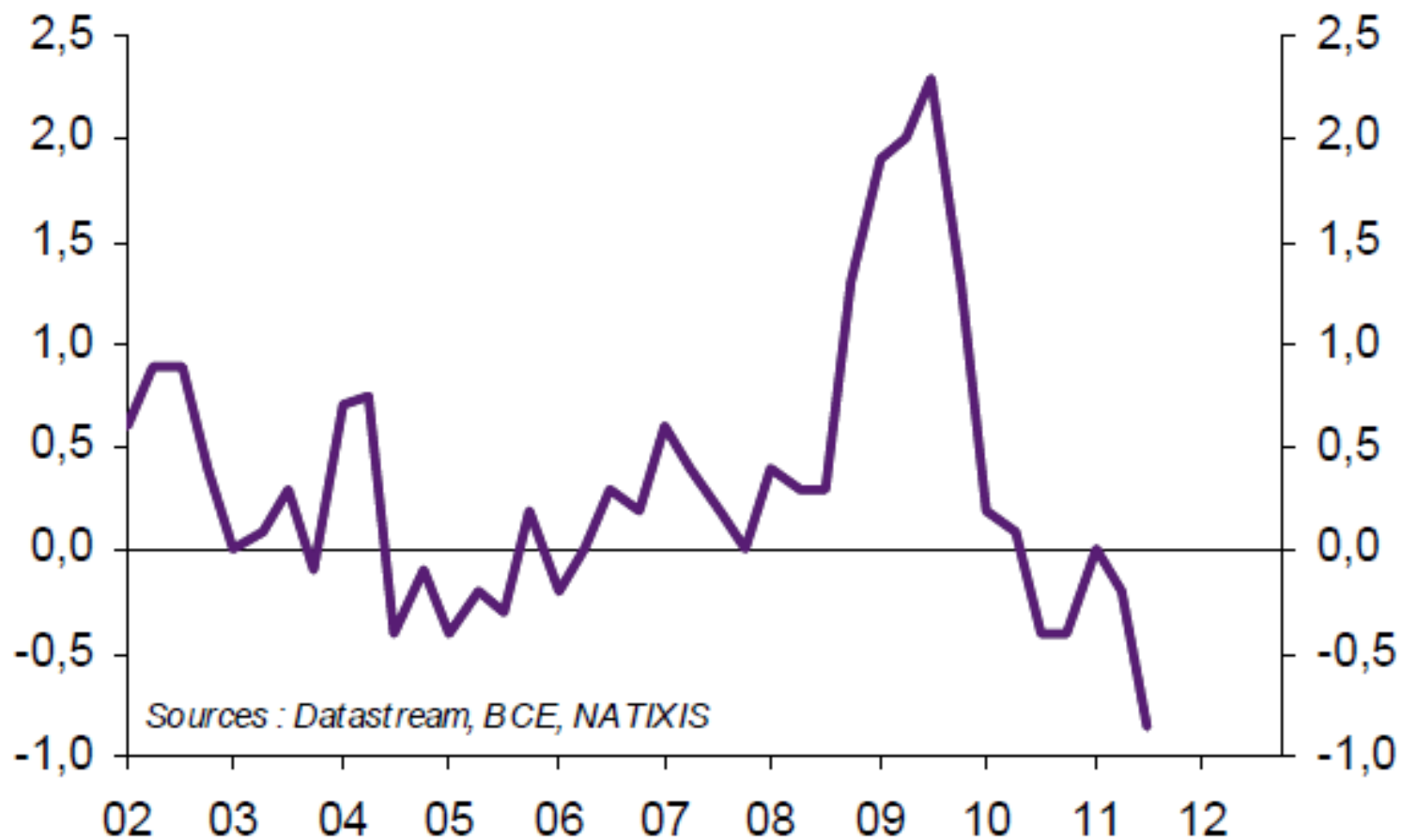


- Cela a donc créé **un énorme choc déflationniste**, car consolidation budgétaire de tous les pays, en même temps, au sein de la zone euro, sans que la demande privée ait pris le relais, ni la consommation, ni l'investissement des entreprises
 - Car climat d'inquiétude et climat des affaires qui n'incite pas à investir ou à consommer
 - Banques se désendettent et diminuent la taille de leurs bilans, créant une atonie du crédit
 - Epargne de précaution
- **Au total, en avril 2012, la zone euro au bord de la récession (Espagne et Italie y sont déjà, au-delà, évidemment de la Grèce et du Portugal) et cela tire la croissance mondiale vers le bas**
- La conséquence d'une telle situation apparaît très nettement en observant au sein de la zone, la montée du chômage et la baisse du pouvoir d'achat des ménages...

Graphique 17a
Zone euro : taux de chômage



Graphique 17b
Zone euro : salaire réel par tête
(prix conso, GA en %)



Voilà où nous en sommes, au sein de la zone euro, en avril 2012...

Merci pour votre attention.