

## Zone Euro : vers une (re)convergence économique?



### Résumé

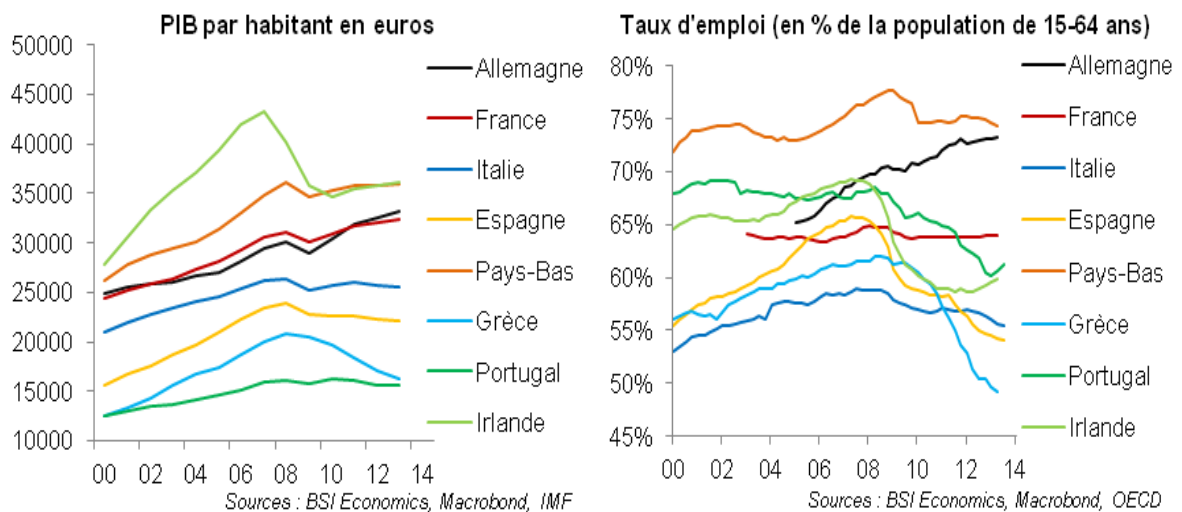
- La naissance de l'Union économique et monétaire européenne a favorisé le rattrapage des économies membres les moins avancées entre 2000 et 2008.
- Depuis 2008, cette dynamique a été interrompue. Les divergences sont réapparues entre les économies de la zone euro parce que la construction de l'UEM portait en elle les germes de profonds dysfonctionnements macroéconomiques monétaires et financiers (évolution des taux de change réels, inflation, coût du travail et coût réel de l'endettement des agents).
- Dans cet article, nous tenterons de voir quels sont les points clés de ces dysfonctionnements, et si les divergences qu'ils ont provoquées s'estompent grâce à la stratégie de sortie de crise de la zone euro (réformes de gouvernance, soutiens budgétaires, politique monétaire accommodante).

**Mots clés :** convergence économique, crise de la Zone Euro, crise des dettes souveraines position extérieure, endettement public, endettement privé, soldes publics, soldes courants, soldes commerciaux, taux de change réels, credit crunch, taux d'emploi, gouvernance économique européenne, taux longs, activité économique, balance des paiements, financement de l'économie.

La Zone Euro est constituée d'économies qui ont chacune leurs caractéristiques. Initialement, l'objectif de convergence devait permettre aux économies les moins prospères de l'Union Monétaire de combler leur retard sur leurs partenaires plus avancés. Malgré des différences structurelles

importantes, la première partie des années 2000 a été un succès sur le plan de la convergence du niveau d'activité, avec une accélération de la croissance du PIB ainsi qu'une hausse du taux d'emploi dans les pays périphériques.

Malheureusement, cette dynamique en apparence positive de la convergence en Europe sur le plan de la production économique s'est accompagné de déséquilibres multiples : monétaires, financiers, extérieurs et économiques. Ce sont ces dérèglements, dont nous tenterons tour à tour d'apprécier l'ampleur en ce début d'année 2014, qui ont non seulement anéanti cette dynamique de convergence, mais ont creusé les écarts de PIB par habitant dans l'UEM, qui présente donc aujourd'hui un nivellement très fort entre ses membres.



Conscients de l'étendue du champ des déséquilibres qui existent dans l'Union Monétaire, les dirigeants européens ont entrepris des changements de gouvernance et de surveillance importants. L'adoption du triptyque Six packs-Two packs-TSCG a permis de renforcer le pouvoir de la Commission Européenne, d'étendre le champ du cadrage macroéconomique et d'établir un calendrier. Le projet d'Union Bancaire prévoit la centralisation des pouvoirs de réglementation, de supervision, de résolution des crises et de garantie des dépôts à l'échelle de la Zone Euro en mettant la BCE au centre du jeu.

Dans cet article, nous tenterons de déterminer si ce travail sur la gouvernance et les politiques économiques entreprises au niveau national dans la Zone Euro ont permis d'endiguer les mécanismes de divergences qui sont nés depuis 2008. Pour cela, nous étudierons l'évolution des variables clés de la crise de la Zone Euro : finances publiques, balance des paiements et compétitivité, financement de l'économie et endettement des agents, dans huit pays : Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Grèce, Portugal, Irlande.

## I. Finances publiques

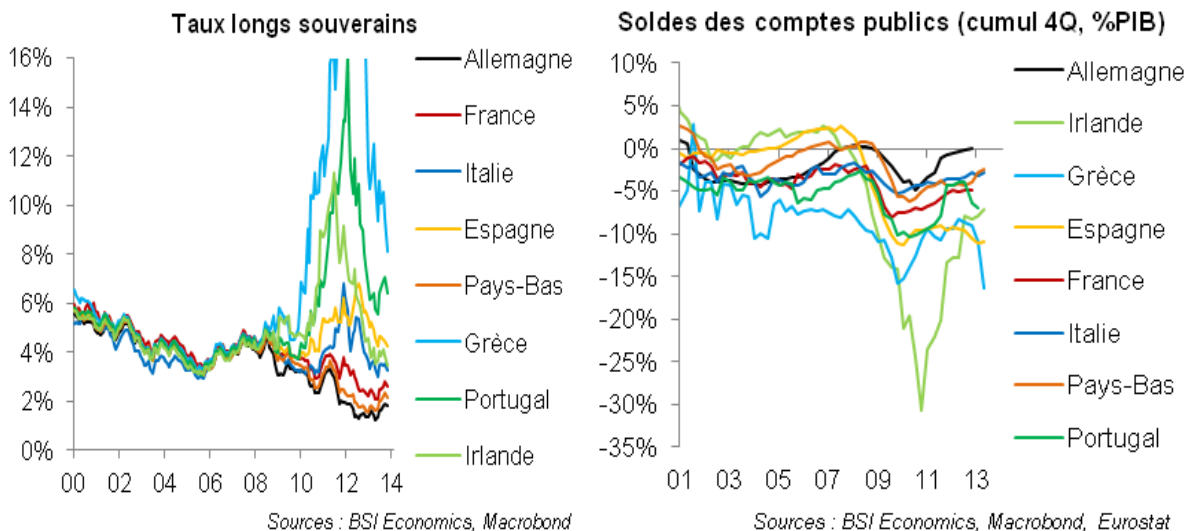
La crise des dettes souveraines de la Zone Euro qui sévit depuis 2011 est caractérisée par une forte dégradation des soldes publics et une hausse rapide des niveaux d'endettement des administrations

publiques. La dynamique de cet endettement public en Europe a fait naître des doutes sur la solvabilité des pays périphériques notamment.

Depuis la création de la Zone Euro, les cas de budgets équilibrés ou excédentaires ont été rares. Malgré cela, la période de relative prospérité économique qui a suivi la naissance de l'UEM a permis de limiter la dynamique de l'endettement public, sa principale mesure étant sa proportion par rapport au PIB.

Le financement des déficits publics était alors aisé, et les conditions d'emprunt sur les marchés financiers des États de la Zone Euro étaient extrêmement homogènes ; en 2007, les taux longs grecs et allemands étaient par exemple identiques. Cette homogénéité n'a pas résisté à la crise financière. Le pic de tensions sur les marchés des dettes souveraines atteint en 2011-2012 semble toutefois passé grâce aux mesures qui ont été prises pour comprimer les taux longs. Bien que des écarts demeurent (ce que la situation financière de chacun des pays justifie), les taux d'intérêt italiens et espagnols notamment sont retombés à leurs niveaux d'avant-crise et ne sont plus insoutenables. Parallèlement, la remontée sensible des taux allemands, français et néerlandais amène au constat que globalement, sur ce point, il y a reconvergence.

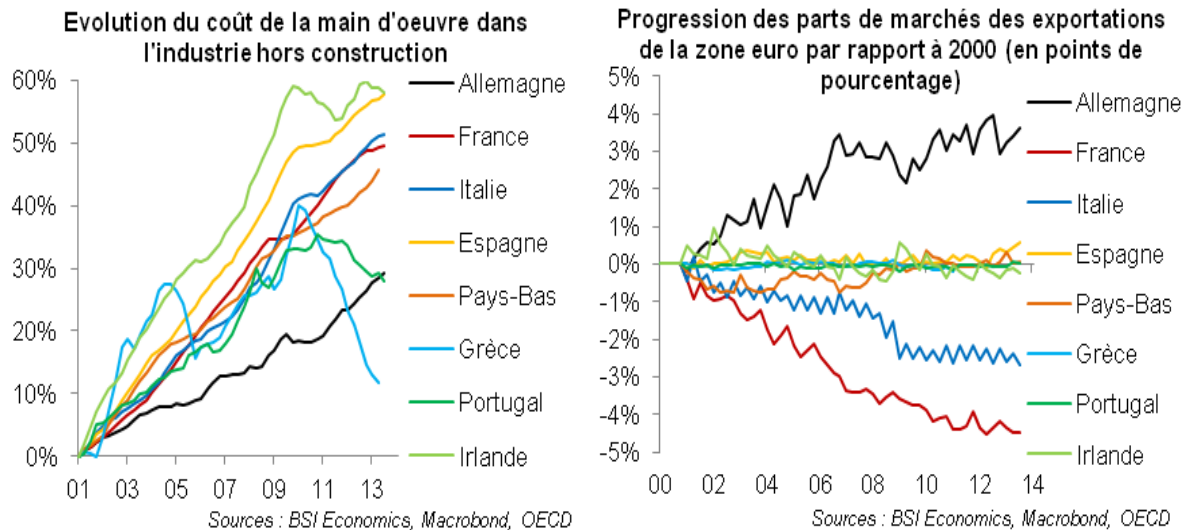
Sur le plan budgétaire, l'assouplissement de la position de la Commission européenne sur la trajectoire des soldes publics a montré que les efforts entrepris en termes structurels ne devaient pas être anéantis par une perte d'activité économique trop importante. Sur ce point, on peut donc dire que le retour vers l'équilibre budgétaire est engagé, et que la Zone Euro s'est armée d'une stratégie de sortie de crise cohérente et crédible, en se donnant les moyens institutionnels (renforcement important du rôle de la Commission européenne) de parvenir à cet objectif.



## II. Balance des paiements et compétitivité

Les premières années de l'UEM ont été le théâtre de chocs multiples et très défavorables aux balances courantes de certains pays de la Zone Euro. D'un côté, les différences d'évolution du niveau

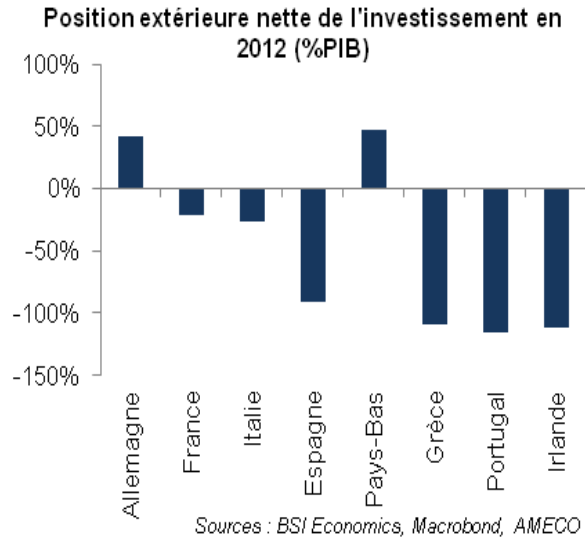
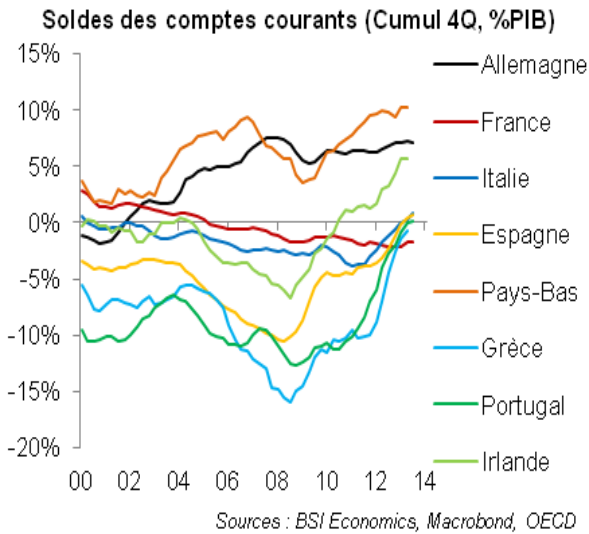
des prix, de taux de change réels effectifs et de coût du travail ont pénalisé les exportations et atrophié leurs économies de secteurs d'activités exportateurs. De l'autre côté, le rattrapage économique (et ses conséquences sur l'évolution des prix et des salaires) et l'assouplissement des conditions de crédit grâce aux marchés monétaires unifiés ont stimulé la demande intérieure et augmenté le niveau de leurs importations.



La facilité de financement des déficits courants entre pays de l'UEM et l'absence de politiques économiques capables d'inverser cette tendance ont permis à ces déséquilibres extérieurs de perdurer et ont participé à la précarisation des positions extérieures des pays déficitaires.

L'absence de levier monétaire pour regagner en compétitivité a rendu la stratégie d'austérité budgétaire compatible avec la contrainte de solvabilité extérieure en comprimant les importations. La baisse violente de la demande intérieure, et notamment privée, a rapidement permis aux membres de la Zone Euro jusqu'alors déficitaires d'atteindre l'équilibre de leur balance courante.

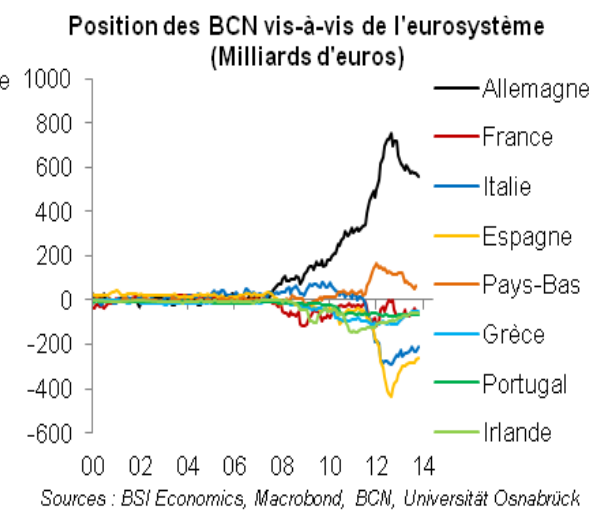
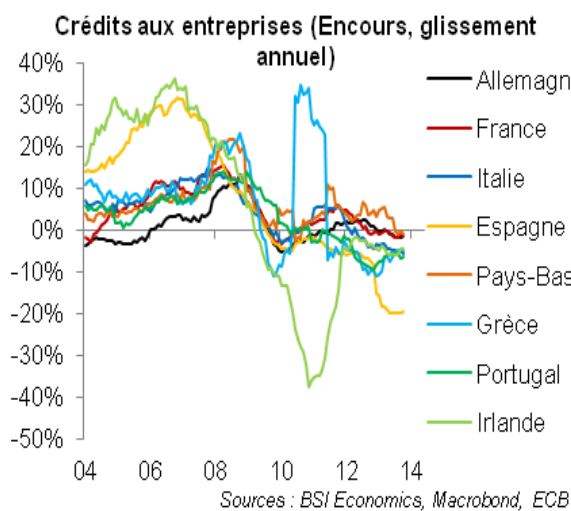
Ce retour à l'équilibre des échanges extérieurs avec leurs partenaires monétaires et le reste du monde de la plupart des économies de la Zone Euro est donc principalement le fruit d'une contraction de leur activité et de leur demande intérieure. A terme, elle impose la mise en place de politiques économiques industrielles capables de favoriser des activités exportatrices.



### III. Financement de l'économie et endettement des agents économiques

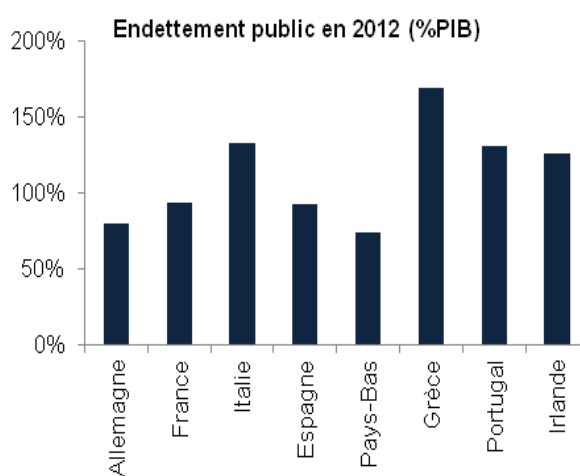
Les flux financiers transnationaux entre pays de la Zone Euro ont été facilités grâce à la construction de la Zone Euro. Leur accroissement important a permis, nous l'avons vu plus haut, de financer les déficits courants de certains pays sans créer de problèmes monétaires, et de faciliter l'accès au crédit et l'endettement privé.

Les mouvements de reflux domestiques des agents économiques créanciers à partir de 2008 ont matérialisé le risque de désintégration financière suite à la perte de confiance vis-à-vis des pays périphériques de la Zone Euro. Leur importance est à la mesure des dysfonctionnements internes de la Zone Euro et leurs conséquences ont été multiples pour le financement de l'économie : credit crunch, désendettement des agents privés contraint et divergences de leurs conditions d'accès au crédit.

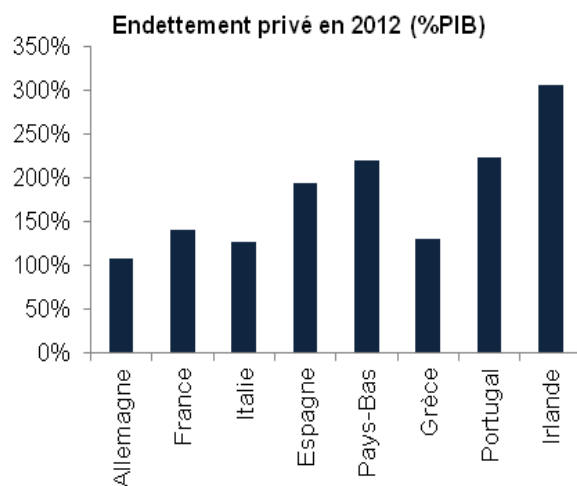


Bien qu'on observe un début de retour vers l'équilibre des positions des Banques Centrales Nationales vis-à-vis de l'eurosystème, l'état actuel de ces positions et l'importance des montants en jeu montrent clairement que la réintégration financière de l'UEM sera difficile (voir l'article de BSI Economics sur les soldes Target 2). La mise en œuvre de politiques monétaires accommodantes de la BCE (LTRO, VLTRO) en faveur des banques n'a pas permis aux économies en difficulté de la Zone Euro d'échapper au phénomène de rationnement du crédit.

L'offre de crédit se raréfiant et les conditions de prêts étant plus tendues, le financement des investissements et de la consommation privés, qui s'effectue très majoritairement par voie bancaire en Europe, a été bloqué, ce qui a participé à la chute de l'endettement privé. Nous l'avons vu plus haut, cela n'est pas le cas de l'endettement public.



Sources : BSI Economics, Macrobond, Eurostat



Sources : BSI Economics, Macrobond, Eurostat

## Conclusion

De nombreux déséquilibres demeurent entre les pays de la Zone Euro, dus en grande partie aux dysfonctionnements de notre modèle de construction économique et monétaire (divergences d'inflation et des taux d'intérêt réels, de l'évolution du coût du travail et des taux de change réels).

Les moyens institutionnels (réformes de gouvernance économique) et financiers (soutiens budgétaires, politique monétaire accommodante) mis en œuvre pour y remédier commencent à porter leurs fruits : les taux longs souverains sont redevenus soutenables, la trajectoire vers l'équilibre des comptes publics, et surtout courants, est amorcée.

Toutefois, les conditions hétérogènes d'accès au financement des agents privés, et la situation financière très précaire de plusieurs Etats européens (Espagne, Grèce, Italie, Portugal notamment) restent problématiques pour le retour de la croissance économique.

Les améliorations notables entrevues demandent donc confirmation afin de savoir si la zone euro peut redevenir un outil de convergence et de développement économique viable à long terme.

Clément Bouillet