



## L'ÉCLAIRAGE | CHRONIQUE

PAR JEAN-PIERRE PETIT

## Euro : une panacée fédéraliste ?

Si l'on entend par « crise » l'ensemble des tensions financières susceptibles de menacer l'édifice institutionnel de la zone euro et de renforcer les tendances dépressives, la crise de la zone euro est, au moins provisoirement, terminée. Si l'on entend par « crise » le caractère non idéal de la gouvernance en place et la persistance d'une sous-performance macroéconomique, la crise est largement là.

Alors que la zone euro se remettait à peine de la grave récession de 2008-2009, la mauvaise gestion de la crise, de la dette souveraine l'a considérablement affaiblie l'année suivante. A partir de la fin 2011, il est indéniable que la Banque centrale européenne (BCE), seule institution fédérale opérationnelle de la zone, a commencé à apporter des réponses plus convaincantes, surtout par le biais de l'OMT (la possibilité d'achats illimités d'obligations publiques sous certaines conditions) à l'été 2012. Le stress systémique s'est ainsi réduit sur les compartiments de marchés de capitaux les plus sensibles. Bref, la BCE a réduit les facteurs d'« incendie » et leur potentiel de contagion.

D'autres améliorations en termes de gouvernance se sont mises en place (notamment la création du Fonds européen de stabilisation

financière – FESF – puis du Mécanisme européen de stabilisation – MES) et ont contribué à combler les déficiences antérieures, même si cela est encore très loin d'être optimal. L'octroi de délais supplémentaires pour le respect des objectifs de finances publiques a aussi donné plus de souplesse aux politiques budgétaires.

Parallèlement, les ajustements « douloureux » (baisse de la demande intérieure) et l'amélioration de la compétitivité dans les pays attaqués (Europe du Sud et Irlande) leur ont permis de retrouver en moyenne l'équilibre de leur balance courante.

Peut-on dire pour autant que la crise de la zone euro soit terminée ?

Il reste beaucoup à faire pour la BCE. Le crédit aux entreprises est encore insuffisant dans la plupart des pays. Les taux réels (notamment ceux proposés aux entreprises) en Europe du Sud sont trop élevés. L'euro effectif réel a certes effacé au cours des derniers mois environ les trois quarts de la baisse enregistrée depuis le début 2010. Mais la BCE doit encore convaincre par son discours et surtout par ses actes qu'elle est délibérément et durablement engagée dans une démarche accommodante. Et contrairement à ce qui est souvent entendu, elle dispose

encore de nombreux moyens d'intervention. Rappelons qu'elle est la seule grande banque centrale du monde développé à ne pas avoir engagé de véritable *quantitative easing* (rachat massif de titres publics).

Au-delà de la politique monétaire, les autres avancées sont insuffisantes ; il n'y a ni transferts budgétaires entre pays ni coordination des politiques budgétaires nationales en fonction d'un optimum européen préalablement défini. En matière bancaire, il subsiste de nombreuses lacunes (pas de prise en charge complète du coût des crises bancaires, ni de réelle garantie des dépôts européens...). La corrélation entre risque souverain et risque bancaire n'a pas suffisamment baissé sur les marchés.

## Le « piège japonais »

La marche vers la fédéralisation n'est, par ailleurs, pas nécessairement optimale.

D'une part, le dispositif institutionnel risque de demeurer pendant très longtemps imparfait, souvent fluctuant et parfois paralysant. D'autre part, le risque est de tomber dans le « piège japonais » ; ne pas subir de contrainte extérieure (comme le Japon depuis vingt ans grâce à son excédent courant) pousse à vivre « sur ses acquis ». Il est d'ailleurs assez logique que les politiques français, après avoir prôné l'euro il y a vingt ans, conduisant ainsi à supprimer la contrainte d'équilibre externe, cherchent maintenant à perpétuer leur immobilisme à travers les eurobonds. C'est sans doute ce qu'a compris l'Allemagne et qui l'empêche aujourd'hui de présenter des initiatives plus ambitieuses (un véritable fédéralisme) en matière d'Europe politique.

Enfin, on confond les conditions de bon fonctionnement d'une union monétaire avec les avantages que l'on souhaite en obtenir : la fédéralisation ne signifie en aucun cas que celle-ci sera optimale pour chaque nation ni pour l'ensemble. L'Union de pays sous-performants n'a jamais débouché sur un quelconque optimum. La principale illusion concerne encore aujourd'hui la croissance potentielle future et la capacité de réassurance d'une Allemagne qui va perdre plusieurs millions d'habitants d'ici à 2050, à moins d'un changement radical dans la natalité ou les flux migratoires.

Le problème de la zone euro n'est pas qu'institutionnel. La croissance potentielle est sans doute aujourd'hui au plus bas depuis 1945. Entre le premier semestre 2007 et le premier semestre 2013, l'investissement total a chuté de 19 %. Deux pays-clés comme l'Espagne et l'Italie (30 % du PIB de la zone à eux deux) ont connu un choc dépressif massif sur cette période : – 38 % et – 27 % respectivement.

Fin 2007, le ratio dette totale/PIB se situait à 236 % pour l'ensemble des pays attaqués. Cinq ans plus tard, il est à 291 %. Rappelons que les pressions déflationnistes restent intenses dans la zone. Il est donc peu réaliste de parier sur la soutenabilité des dettes d'un certain nombre de pays si la croissance nominale reste aussi faible et les taux d'intérêt aussi élevés. Le problème plus général de l'Europe est le manque de préparation aux exigences de la mondialisation et du vieillissement. Ce n'est pas la fédéralisation qui apportera en soi les réponses adaptées à ces défis. Ce n'est pas Bruxelles qui appliquera les réformes que les pays ne veulent ou ne peuvent pas mettre en place. ■