



La crise de l'euro : tout ce que vous avez toujours voulu savoir sans jamais pouvoir le demander¹

2012/01
06 | 01 | 2011



COMMUNAUTÉ



PROSPÉRITÉ



PROTECTION

Etienne de Callatay explique les fondamentaux économiques qui sont à la base de la crise de l'euro. Il trace ensuite les conséquences que celle-ci pourraient avoir et les éventuelles solutions à notre portée.

Un pays à forte croissance peut légitimement chercher à faire bénéficier les générations actuelles de l'augmentation future du bien-être collectif. Dans ce cas, recourir à l'endettement, public et privé, est pleinement justifié. En revanche, cet endettement devient problématique quand les perspectives de croissance s'assombrissent. Le défi fondamental derrière la crise de l'endettement est donc celui de la poursuite de la croissance dans les pays industrialisés.

Or, le taux de croissance apparaît menacé. Si l'on tient compte du vieillissement de la population, de la prise en compte des contraintes énergétiques et environnementales et de notre difficulté à faire évoluer nos systèmes d'éducation et de formation, de sécurité sociale, d'organisation du marché du travail, de régulation ou de taxation en phase avec la globalisation, le progrès technologique et les autres grandes mutations de la société, alors les perspectives apparaissent peu enthousiasmantes. De plus, il faut prendre conscience que jusqu'il y a peu nos économies ont profité de l'emballement du crédit bancaire et des déficits publics, un double adjuvant qui demain, non seulement sera absent, mais devra même être inversé, avec des mesures correctrices qui pèseront sur la croissance.

Attention toutefois à ne pas verser dans un excès de pessimisme. Si, à politiques inchangées, il y a lieu de nourrir des inquiétudes sur le niveau de bien-être matériel des générations à venir, il importe aussi de souligner tous les gisements d'améliorations qui nous entourent. Le meilleur exemple est donné par le marché du travail dont un meilleur fonctionnement conduirait à moins de chômage, plus de valeur ajoutée et davantage d'épanouissement.

L'Europe souffre d'une croissance économique faible, d'un système financier fragile, de finances publiques précaires, d'une cohésion sociale dégradée, d'une crédibilité politique défaillante et aujourd'hui d'une Union monétaire chancelante. C'est ce dernier point qui va être développé ci-dessous.

Une zone monétaire qui n'était pas optimale au départ...

L'avantage des taux de change flottants est de permettre de compenser l'impact d'un choc économique

¹Le présent article a été publié dans le mensuel *Financial News* édité par la Banque Degroof

asymétrique, c'est-à-dire nettement plus marqué dans un pays que dans un autre. Renoncer à cet instrument d'ajustement, et tel est le cas d'une Union monétaire, n'a de sens que si les économies concernées ont un haut degré de convergence ou, à défaut, connaissent d'autres mécanismes de rééquilibrage, à savoir:

- la mobilité du facteur travail, avec des migrations massives vers les zones qui se portent mieux;
- la flexibilité des prix et des salaires, pour permettre aux pays plus affaiblis de regagner en compétitivité et ainsi croître plus rapidement;
- les transferts budgétaires au bénéfice des pays affaiblis, à condition que ces transferts stimulent l'activité.
- L'Union économique et monétaire européenne (UEM) ne satisfaisait pas à ces conditions et n'était donc pas à l'origine une «zone monétaire optimale».

Que l'Union monétaire européenne ne satisfaisait pas aux conditions économiques requises pour en assurer la pérennité avait été correctement identifié avant le lancement de l'euro. Cela n'aurait pas été problématique si des progrès significatifs avaient été enregistrés en la matière au fil des premières années de l'Union, ce qu'une belle croissance économique aurait pu faciliter. Il n'en a rien été. Donner la récompense avant que l'effort ne soit fourni est une stratégie qui exige que celui à qui elle s'adresse perçoive que, faute d'effort, la récompense disparaîtra. La stratégie a échoué: les pays membres se sont dispensés des efforts de convergence et la tempête s'est abattue sur la zone.

Certes, des critères d'adhésion à l'UEM et puis de surveillance des Etats membres avaient été élaborés mais la crise actuelle illustre leur caractère insatisfaisant:

- sanction non crédible en cas de non-respect, avec même une modification des règles du jeu pour plaire à l'Allemagne et à la France;
- critères confinés aux finances publiques (déficit de moins de 3% du PIB, dette publique inférieure à 60% du PIB ou tendant vers ce niveau à un rythme soutenu et interdiction du financement des Etats membres par la Banque centrale, avec une clause explicite de non-sauvetage financier, par les autres Etats, d'un membre en difficulté) sur la base de règles comptables ouvrant le champ au maquillage des chiffres, sans parler des risques de tricheries;
- approche budgétaire statique, ignorant les charges futures liées au vieillissement démographique ou à l'octroi de garanties, implicites ou explicites;
- non-prise en compte des déterminants à long terme de la croissance et donc de la base imposable, tels que les coûts salariaux, l'innovation, le capital humain, l'efficacité du secteur public ou la qualité des incitations, qui pourtant sont les clefs de la compétitivité future;
- oubli du risque posé par la formation de bulles, notamment financières et immobilières, génératrices d'instabilité systémique et de lourdes charges budgétaires.

Jusqu'en 2009, il y a eu une myopie généralisée. Les taux d'intérêt ont convergé vers le bas, un boom financier et immobilier s'en est suivi, la consommation à crédit a été stimulée et les salaires ont progressé sensiblement plus vite que la productivité, à la différence de l'Allemagne qui, après la réunification, s'est embarquée dans un programme majeur d'ajustement structurel affectant les retraites, les soins de santé, le chômage, l'organisation du marché du travail ou la fiscalité. Gouvernements nationaux, autorités européennes et marchés financiers ont tous ignoré le creusement des écarts de type structurel alors même que les

bases boiteuses de l'Union et les défis budgétaires de long terme exigeaient une convergence accélérée. Le boom s'est mué en krach.

Aux défauts dans la prévention des crises, il faut ajouter les manquements en termes de réflexion sur la gestion et la résolution des crises. Or, il faut voir qu'en devenant membre d'une Union monétaire un Etat abandonne le contrôle sur «sa» banque centrale en tant que «prêteur en dernier ressort» et donc sa souveraineté monétaire, ce qui signifie qu'en cas de grandes difficultés l'Etat ne peut plus recourir à la dévaluation et à l'inflation. Ce faisant, cela ne laisse, en cas de crise de financement de la dette, que trois possibilités:

- l'ajustement structurel pour retrouver la confiance des créanciers;
- le recours à un financement public provenant des autres Etats membres ou de la Banque centrale commune;
- la restructuration de la dette.

Les deux premières pistes posent question. Une grande circonspection prévaut quant à la capacité à mettre en œuvre des réformes structurelles et à voir celles-ci rassurer à brève échéance les agents économiques, dont ceux qui opèrent sur les marchés financiers. Par ailleurs, la mutualisation des dettes publiques au sein de l'Union monétaire, qu'elle soit bilatérale, au travers d'un Fonds européen de Stabilisation, avec l'émission d'euro-obligations ou par l'achat d'obligations d'Etat par la Banque centrale, se heurte à différentes objections, tant politiques qu'économiques. Dès lors, la probabilité qu'un Etat privé du contrôle sur sa banque centrale fasse défaut augmente sensiblement. C'est cela que l'on retrouve en filigrane derrière la montée des taux d'intérêt de la dette souveraine de nombre de pays membres et qui explique pourquoi, en dépit de fondamentaux économiques et budgétaires pas particulièrement plus brillants, les Etats-Unis et le Royaume-Uni se financent meilleur marché.

Utiliser sans attendre le bazooka de la BCE...

Aujourd'hui, la Banque centrale européenne est soumise à d'intenses pressions pour racheter des obligations souveraines des Etats confrontés à une forte augmentation de leurs taux d'intérêt. Le raisonnement est le suivant:

- la flambée des taux d'intérêt est une mauvaise nouvelle pour les finances des Etats concernés mais surtout elle va conduire à la récession; en effet, les institutions financières subissent, du fait de cette hausse, de graves moins-values sur leurs portefeuilles obligataires, ce qui les fragilise, exacerbe le besoin de recapitalisation et pousse, en vue de rétablir les coefficients de solvabilité, à une contraction du crédit; l'activité économique ne peut que gravement souffrir de ces évolutions financières et budgétaires, outre l'effet de la hausse des taux souverains sur les autres taux d'intérêt, notamment hypothécaires;
- certes, la solution budgétaire passe par des réformes structurelles mais celles-ci prennent forcément du temps avant de se révéler bénéfiques;
- vu ce délai, les Etats n'ont d'autre choix, pour rassurer quant à la soutenabilité de leurs dettes publiques, que de mettre en œuvre des mesures d'austérité budgétaire immédiates;
- ces mesures d'austérité vont encore davantage peser sur la croissance économique, ce qui risque donc de conduire à une grave récession;

- dès lors, il faut qu'à titre transitoire la BCE rassure les agents économiques sur le non-défaut de paiement des Etats membres et abaisse le coût de financement de ceux-ci en rachetant massivement des obligations souveraines, sans même attendre l'adoption des réformes structurelles.

D'aucuns pensent que la stagnation économique induite par la crise de l'euro va être généralisée, y compris en Allemagne, ce qui conduira à ce que les appréhensions à l'encontre de l'usage du bazooka s'estompent. Cette anticipation doit être tempérée par la perception politique des causes de ce ralentissement en Allemagne. Il est en effet vraisemblable que pour l'opinion publique ce ne sera pas le non-usage du bazooka qui aura provoqué la récession mais les politiques menées dans les pays périphériques.

Pourquoi la BCE prend-elle le risque que, faute d'intervention de sa part, l'économie entre en récession, ce qui non seulement occasionne une perte de bien-être immédiate, mais aggrave encore les problèmes de soutenabilité budgétaire alors qu'elle dispose d'un instrument supposé adéquat pour le contrer? Il y a plusieurs facteurs explicatifs potentiels:

- le financement monétaire des Etats a été banni dès l'origine de l'euro; cette interdiction était même un critère préalable d'adhésion à l'Union monétaire européenne;
- ouvrir les vannes de la BCE serait avancer en terra incognita, avec un risque de nourrir des craintes de dérapage inflationniste;
- la non-intervention, si elle pèse sur la croissance, bénéficierait à certains acteurs; il est vrai qu'elle a pour effet de tirer à la baisse le taux de change de l'euro, ce qui est favorable aux exportations, ainsi que le taux d'intérêt sur les obligations des Etats forts, ce qui est favorable tant aux finances publiques de ces Etats qu'à leurs institutions financières qui, en vertu du phénomène appelé home bias, ont largement investi en obligations étatiques domestiques;
- l'intervention créerait un problème dit d'aléa moral en ce qu'elle enverrait le message qu'un pays qui a opéré de mauvais choix en matière de politique économique bénéficierait d'un filet de sécurité international;
- l'intervention minerait la légitimité démocratique de l'Union monétaire car la population des Etats fournis ne comprendrait pas qu'on vienne aider les cigales;
- intervenir maintenant reviendrait à relâcher la pression réformatrice exercée sur les gouvernements des différents pays concernés; tant qu'à avoir déjà tellement souffert de cette crise de la dette souveraine, il serait préférable, quitte à alourdir la facture à court terme, de voir cette pression déboucher sur des réformes d'envergure, les seules, selon la BCE, à garantir la pérennité à terme de l'Union monétaire et, au-delà, la croissance et le bien-être.

Ce dernier point apparaît déterminant. Après les changements de gouvernement en Irlande, au Portugal, en Grèce, en Italie et en Espagne, intervenus depuis février dernier et vu les pressions financières, les conditions semblent réunies pour aller de l'avant avec l'agenda réformiste que soutient la BCE. Certes, elle ne dispose pas d'un mandat explicite pour pousser, voire de facto imposer, de telles réformes mais il est raisonnable de penser qu'elle est soutenue dans son approche par un certain nombre de chancelleries où l'importance des réformes est bien perçue et où on apprécie que ce soient les marchés financiers et la BCE qui supportent le blâme populaire pour ces réformes dont le bien-fondé est difficile à expliquer à la population.

Pour la BCE, le signal d'alarme a déjà été tiré, et depuis belle lurette, par elle et par d'autres, quant à l'impérieuse nécessité de procéder à des réformes en profondeur mais de nombreux pays ont choisi de ne pas écouter les mises en garde et de continuer sur une trajectoire non soutenable de faible croissance et, in fine, de krach budgétaire. Puisqu'elle n'accorde plus de crédit politique aux Etats, la BCE n'accordera pas de crédit tout court aux Etats, du moins aussi longtemps que les réformes jugées indispensables par la BCE n'auront pas été, non seulement annoncées mais traduites en textes légaux. Nous serions donc à l'heure du «Aide-toi, le ciel t'aidera». Les Etats qui se seront engagés dans la voie réformatrice pourront compter sur un soutien de la BCE en termes de financement, ce qui viendra abaisser les taux d'intérêt de ces pays, avec des effets favorables sur le coût de financement des emprunts, sur la santé des banques domestiques et sur la confiance des agents économiques. Pour les autres, la BCE offrira au mieux un service minimal empêchant les taux d'intérêt de prendre des proportions qui ne peuvent que déboucher sur le défaut de paiement.

Incidemment, ceci pose une double question politique. En décidant de racheter la dette de tel Etat mais pas de tel autre, la BCE pose un acte politique. C'est en fonction de ce qu'elle pense être ou non une bonne politique qu'elle interviendra, de manière discrétionnaire, sans contrôle démocratique. On peut avoir une autre lecture politique, également critique, qui est que l'agenda réformateur ne serait pas établi par les technocrates de la BCE mais dicté par les autorités allemandes. Nous aurions ici affaire au cynisme du gagnant qui fixe les conditions de l'armistice et écrit les livres d'histoire.

La problématique, ainsi accentuée, de la légitimité de voir cette troika composée du Fonds monétaire international, de la Commission européenne et de la Banque centrale européenne imposer aux Etats, parfois jusque dans les détails, la conduite à suivre pose non seulement une question sur les limites, supposées ou acceptées, des processus démocratiques face à la technocratie mais aussi une question sur l'acceptabilité sociale, dans les pays concernés, de mesures difficiles imposées par l'extérieur, ce qui heurte le sentiment de fierté nationale et peut ne pas tenir correctement compte des spécificités nationales. Quand le désormais ex-Premier ministre grec a proposé de soumettre un accord conclu avec les autorités internationales à un référendum, il a été qualifié d'irresponsable. Pourtant, espérer réussir dans la voie de l'austérité et des réformes sans recevoir une adhésion populaire explicite est aussi une forme de pari.

La sortie des pays les plus forts...

L'hétérogénéité de la zone euro dans sa configuration actuelle n'ayant pas été réduite au fil de la décennie écoulée, d'une part, l'obligation d'aujourd'hui mener des politiques au bénéfice des pays les plus faibles, d'autre part, conduisent à envisager que certains pays, à commencer par l'Allemagne, pourraient trouver avantage à se retirer de l'Union monétaire. Ce sentiment est exacerbé par la grande part de responsabilité que les pays à problèmes ont dans leurs difficultés, ce qui ne suscite pas l'empathie.

Outre qu'elle est légalement non prévue et techniquement difficile à envisager, une sortie de l'Allemagne de l'Union monétaire n'apparaît pas comme une bonne solution sur le plan économique. Ce serait une fort mauvaise nouvelle pour le reste de l'Union monétaire, dont la cohésion ne gagnerait rien à la sortie du plus fort et où les taux d'intérêt monteraient encore davantage. Ceci peut apparaître accessoire si on pense que

l'Allemagne ne prendra une décision de sortie qu'en fonction de ses intérêts nationaux. Mais, même sous cet angle égoïste et en faisant fi de considérations politico-historiques, une sortie n'est pas rationnellement à envisager.

La réintroduction du deutsche mark consécutive à la sortie de la zone euro conduirait instantanément à une forte appréciation de la devise allemande, bénéficiant à la fois d'un solde commercial très excédentaire et d'une image de refuge. Nous assisterions alors au même phénomène auquel la Suisse vient d'être confronté. Certes, la Banque nationale suisse est pour l'instant parvenue à enrayer cette appréciation mais une hypothèque plane quant à la capacité de rendre crédible, dans la durée, l'intervention des autorités monétaires.

La sortie de l'Allemagne pénaliserait aussi les détenteurs locaux de créances libellées en euro.

De plus, si les taux d'intérêt allemands ne sont pas tombés au niveau suisse, ils sont néanmoins très faibles. Les hypothèques sur la zone euro n'ont donc pas entraîné une détérioration du coût de financement en Allemagne, tant pour les autorités que pour le secteur privé.

Enfin, rappelons que toute nation commerçante a intérêt à voir ses partenaires se fortifier, dans le cas d'espèce au travers de réformes structurelles, plutôt que de les voir s'appauvrir et chercher à regagner un peu de compétitivité en laissant leurs devises se déprécier.

...ou la sortie des pays les plus faibles...

Un autre scénario extrême est la reconfiguration de la zone euro par la sortie des pays les plus faibles, en prenant la Grèce comme premier «candidat». Dans la mesure où il se dit aujourd'hui qu'il aurait été préférable que la Grèce n'adhère pas à la zone euro en 2001, il est légitime de se demander si la sortie de ce pays ne serait pas bénéfique pour la compétitivité et la croissance dans ce pays, mais aussi pour la cohésion et le coût de financement des autres pays de la zone euro, et cela même si ne pas adhérer à un club n'est pas un synonyme de quitter ce club.

Il faut commencer par reconnaître toutes les difficultés liées à la Grèce, dont l'adhésion a été décidée sur des bases politiques alors même que les conditions, pourtant fort incomplètes, d'adhésion n'étaient pas satisfaites, ce qu'un ministre des Finances a osé reconnaître publiquement, et qui, sur la décennie écoulée, loin de converger, a vu ses handicaps être exacerbés.

Sans participer à une mise au pilori, qui par ailleurs détournerait l'attention des manquements observés ailleurs dans la zone euro, il faut rappeler l'ampleur des problèmes rencontrés en Grèce:

tricheries comptables;

- népotisme, clientélisme et corporatisme; - inefficacité du secteur public;
- fraude et corruption;
- faiblesse du capital humain et de la recherche et développement;

- détérioration accélérée de la compétitivité, notamment salariale; - étroitesse de l'assise économique privée.

Pourtant, la sortie de la Grèce de la zone euro n'est pas une solution raisonnable. Outre les difficultés juridiques et techniques que cela poserait, il faut voir que la dévaluation spectaculaire qui accompagnerait la réintroduction de la drachme ne serait pas un remède miracle. Certes, elle agirait comme un substitut à la baisse, difficile, des prix et des salaires, mais il s'agirait d'un mauvais substitut. Ainsi, il est vraisemblable que certains salaires, dont ceux des entreprises publiques, devraient davantage baisser que d'autres, une modulation dans la perte de pouvoir d'achat qu'une dévaluation, forcément linéaire, ne peut atteindre. De plus, la dévaluation agirait comme un substitut aux réformes structurelles, pourtant nécessaires, sauf à avoir pour seule perspective celle de dévaluations à répétition, à l'instar de ce qui a été pratiqué avec le peu de succès dans la durée que l'on sait, en Italie avant l'euro. De plus, la peur de la contagion va conduire au retour d'un risque de change qui se traduira par une élévation des taux d'intérêt dans tous les pays potentiellement concernés, ce qui aurait des effets négatifs sur leurs finances publiques et leur croissance économique.

Si la raison invite donc à rejeter le scénario d'une sortie de la zone euro de ce maillon faible qu'est la Grèce, il n'a pas pour autant une probabilité nulle. C'est en fait l'acceptabilité ou non par la rue, à Athènes ou à Thessalonique, des réformes à entreprendre et de la perte transitoire, mais significative, de pouvoir d'achat qui déterminera le futur de la Grèce dans l'Union monétaire.

A côté de la reconfiguration du périmètre de l'Union monétaire, que ce soit par la sortie du fort ou du faible, il est une autre voie radicale dans la réponse à la crise actuelle, qui est la restructuration de la dette des pays aux finances publiques trop dégradées. Si celle-ci a des mérites certains, dont celui d'impliquer dans l'épurement des dettes les créanciers qui ont perçu des primes de risque, ce qui est plus légitime que de n'impliquer que les contribuables de demain, et celui d'exercer un effet disciplinant sur les créanciers, il faut aussi admettre qu'elle n'est pas une solution miracle.

La restructuration va faire ré-émerger une prime de risque de défaut dans les taux d'intérêt, une prime qui, certes, invitera les Etats à mener de bonnes politiques, mais qui dépendra de la sagesse analytique des marchés financiers, une sagesse que l'on sait relative. Cela affectera, non seulement les pays qui auront restructuré leur dette et dont on pensera qu'ils pourraient encore la restructurer à l'avenir mais aussi, et peut-être plus encore, tous les pays susceptibles d'un jour devoir en venir à une telle extrémité.

La restructuration souffre d'autres défauts. D'abord, elle risque d'être un substitut aux mesures de fond. Ensuite, elle exige également de recapitaliser les créanciers. Enfin, l'économie nette qu'elle permet de réaliser n'est pas à surestimer non plus. La restructuration de la dette détenue par des agents domestiques, par exemple la dette grecque qui serait détenue par un fonds de pension grec, est un transfert de charge au sein de l'économie grecque, pas une économie nette pour l'économie nationale. Il faut aussi voir que la dette détenue par des autorités publiques étrangères n'est pas concernée par la restructuration puisque ces dernières sont intervenues pour «sauver les meubles». C'est ainsi que la restructuration de 50% de la dette grecque annoncée fin octobre aboutit à un taux d'endettement de 120% en 2020, ce qui reste un niveau fort élevé.

La restructuration pose encore la question de l'activation de ces contrats d'assurance appelés Credit Default Swaps (CDS). Comme on ne sait pas très bien qui a émis ces polices d'assurance anti-restructuration, qui y a souscrit, et surtout qui est aujourd'hui détenteur de ces polices, activer les CDS fait courir le risque de semer la panique parmi le secteur financier et de renforcer la méfiance envers l'ensemble des institutions financières, qui n'ont pas vraiment besoin de cela. Le choix politique de forcer à considérer la restructuration comme volontaire de telle sorte que les CDS ne soient pas activés pose problème. La restructuration n'a rien de volontaire et un contrat doit être honoré. La non-activation sert les intérêts de ceux qui ont émis ces CDS sans que cela puisse être justifié sur une base morale ou économique. Cette manipulation signifie la fin du marché des CDS et donc conduit à penser que, faute de pouvoir s'assurer, les taux d'intérêt sur les dettes souveraines seront plus élevés à l'avenir, *ceteris paribus*.

La solution est ailleurs

L'Union monétaire est à la croisée des chemins. Face à la conjonction des défis de long terme et au risque de récession, une double menace rendue tangible par l'évolution des marchés financiers, le statu quo n'est pas une option.

L'analyse économique, tout en rappelant que sa rationalité est parfois dominée par d'autres considérations, amène à rejeter des solutions telles que la sortie des pays forts ou celle des pays faibles et à relativiser les mérites de la restructuration de la dette publique, sans même parler de la fin de la zone euro qui cumulerait les inconvénients de ces différentes pistes.

Tout d'abord, la solution à la crise commence par des politiques nationales qui placent les économies européennes sur un sentier de croissance par habitant plus élevé et caractérisés par une convergence soutenue. Faute de cela, il ne pourra être question, au mieux, que d'emplâtres, et encore des emplâtres qui, en différant l'heure de vérité, rendent les ajustements nécessaires encore plus lourds sur le plan socio-politique.

Le deuxième élément est une politique budgétaire qui cherche à concilier «le moins mal possible» réduction des déficits et croissance économique. Pour ce faire, il faut travailler sur les incitations données aux agents économiques, celles qui font qu'ils n'embauchent pas ou ne cherchent pas à travailler ou à continuer à travailler comme ils le pourraient à leur plus grand bénéfice et à celui de la collectivité.

Le troisième élément est une intégration budgétaire et, derrière elle, économique plus poussée. Avec les stratégies dites du Semestre européen, du «Six-pack» et des recommandations individuelles aux Etats membres, des progrès considérables ont été réalisés mais il sera nécessaire d'aller encore plus loin. Il faut en particulier se lancer dans l'émission des euro-obligations, à savoir une mutualisation des dettes publiques, à concurrence d'un plafond et à condition, bien entendu, de se conformer aux règles préventives. La partie qui excède le plafond ne pourrait pas être financée auprès d'institutions financières domestiques. Certes, alors l'incitation pour un Etat donné de ne pas honorer cette partie-là de la dette serait plus grande ... mais comme cela serait su, le coût de financement en serait élevé, ce qui conduirait de facto à fortement décourager un endettement supérieur au plafond. Pour la partie en-deçà du plafond, une différenciation des taux d'intérêt est souhaitable. Elle pourrait reposer sur une formule impliquant des paramètres budgétaires ou de coûts salariaux unitaires. On peut même envisager que les primes payées par les membres aux paramètres

moins favorables soient capitalisées pour financer un fonds de sauvetage.

Inscrire une norme de déficit public dans la constitution, ce qui est appelé «la règle d'or», à l'instar de ce que l'Allemagne et l'Espagne ont décidé, peut se ranger dans cette approche préventive mais il faut reconnaître les limites intellectuelles de cette stratégie statique qui en font au mieux une solution de second choix.

Un mérite particulier des «euro-obligations» est de ne pas se priver des marchés financiers qui ont un rôle utile, mais évidemment non exclusif, à jouer, non seulement comme thermomètre, mais aussi pour discipliner les Etats membres qui ne respectent pas les règles du jeu. L'histoire récente montre en effet qu'il ne faut pas trop compter à cet égard sur des sanctions imposées par une autorité politique supranationale, que ce soit sur une base discrétionnaire qui ouvre la porte à diverses pressions, ou sur une base automatique, qui alors ne pourra pas prendre en considération toutes les spécificités d'une situation donnée.

e quatrième élément, à côté des mécanismes de prévention des crises, relève de la gestion des crises. La crise a conduit à la mise sur pied en urgence du Fonds de Stabilisation, appelé à muer en 2013 en un mécanisme permanent. Le rôle de la BCE dans la résolution des crises doit être reconnu et pérennisé.

Le cinquième élément est une réforme du secteur financier, pour tirer les leçons de la crise, avec notamment des mécanismes institutionnalisés de restructuration des créances, un véritable régulateur européen et un mécanisme européen de protection des dépôts, tout en se préoccupant d'éviter un resserrement excessif du crédit. Pour ce faire, il faudrait que le relèvement des exigences de solvabilité pour toute institution financière individuelle se traduise par un montant de fonds propres à lever impérativement et non comme un ratio à atteindre, ce qui inviterait à couper dans l'octroi de crédits.

Conclusion

L'Europe semble confrontée à une situation impossible, entre l'impératif de réformes et une pression pour que celles-ci soient entreprises qui laisse courir le risque d'une récession. Nous sommes aujourd'hui dans une situation particulièrement délicate mais nous sommes en même temps enfin proches d'un véritable progrès, tant en matière d'intégration européenne que de réforme de nos économies. Pour comprendre cette contradiction et aussi cette partie de poker ou encore cette danse sur le volcan à laquelle nous assistons, il faut se référer à un des pères de l'Europe, Jean Monnet, pour qui «Les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité et ils ne voient la nécessité que dans la crise».

Etienne de Callatay

Etienne de Callatay est Senior Fellow au Itinera Institute. Il est aussi Chief Economist à la Banque Degroof et chargé de cours invité à l'UCL et aux Facultés de Namur.

Pour une croissance économique
et une protection sociale durables



THINK TANK INDÉPENDANT

DES IDÉES, DES ACTIONS

Itinera Institute ASBL

Boulevard Leopold II 184d B-1080 Bruxelles

T +32 2 412 02 62 - F +32 2 412 02 69

info@itinerainstitute.org

www.itinerainstitute.org

Editeur responsable: Marc De Vos, Directeur