

Sortir du triangle infernal européen

LE CERCLE. La crise de la zone euro s'impose comme la grande priorité des gouvernements européens, récemment élus ou non. Il est important d'analyser ses origines pour mieux pouvoir la traiter. Cette crise est hétérogène.

Contrairement à ce qu'une partie de l'opinion publique, particulièrement en Allemagne, a été amenée à croire, ce ne sont pas des Etats impécunieux qui en sont la cause principale (sauf en Grèce, où l'Etat a failli dans sa tâche de collecter les impôts et où l'économie a vécu à crédit pendant de nombreuses années). Il est utile de rappeler, par exemple, qu'en 2007 l'endettement public de l'Espagne (36 % du PIB) était très inférieur à celui de l'Allemagne (65 %). La crise espagnole tout comme la crise irlandaise ont été causées en grande partie par des bulles dans le secteur immobilier et par l'emballement du crédit.

On a assisté dans les années précédant la crise à une distorsion des prix entre le secteur marchand et le secteur non marchand qui s'est traduite par une perte de compétitivité des industries exportatrices. En conséquence de quoi, une réallocation massive des ressources productives vers la construction immobilière s'est produite, tant en Espagne qu'au Portugal.

Lorsque la bulle immobilière a éclaté, le secteur bancaire a plongé dans une crise profonde. Les gouvernements doivent alors intervenir pour sauver le système bancaire. La socialisation des risques présents dans les bilans des banques met les Etats en faillite ; c'est la triste histoire de la crise irlandaise. L'Espagne, l'Irlande, le Portugal, la Grèce ont reçu des flux financiers massifs venant des pays du coeur de la zone euro, et en particulier du système bancaire allemand et français.

En 2007, le montant des avoirs nets des banques allemandes en Espagne dépassait 50 % du PIB espagnol. En Irlande, ce montant était supérieur à 250 % du PIB ! Comment le crédit a-t-il pu s'emballer dans de telles proportions ? Les risques de ces flux transfrontaliers, souvent stigmatisés dans le contexte d'économies émergentes où leur impact sur l'emballement du crédit est bien compris, ont été sous-estimés dans un environnement où l'intégration financière a été considérée comme un succès de l'intégration économique européenne. Dans une union monétaire, ils sont pourtant potentiellement encore plus problématiques s'ils servent à attiser des bulles immobilières, car le taux de change ne peut pas aider à restaurer la compétitivité des pays concernés. L'ajustement doit donc se faire en partie par une baisse des prix de la périphérie par rapport à ceux de l'Allemagne.

Or, ce processus est long et douloureux ; il s'accompagne généralement d'une baisse d'activité et d'une montée du chômage. Une grande partie de la zone euro est donc à présent enfermée dans un triangle infernal : faible croissance, dette souveraine trop élevée et système bancaire fragile. Si les banques ont un problème, les Etats sont trop faibles pour les soutenir. Si les Etats ont un problème, les banques plongent. Conclusion : il faut faire décroître la dépendance entre Etats et banques. L'introduction au niveau européen d'un actif sûr que les banques détiendraient (il y a plusieurs propositions intéressantes pour créer des eurobonds ou

des euros T-bills à court terme) permettrait d'aller dans cette direction, tout comme l'instauration d'un système de garanties des dépôts au niveau européen.