



HAL
open science

**DEVALUATION INTERNE, POLITIQUES
STRUCTURELLES ET REDUCTIONS DES
DEFICITS PUBLICS : LES REPONSES APPORTEES
PAR LA “ TROIKA ” SONT-ELLES UN REMEDE
AUX DESEQUILIBRES EXTERNES DES PAYS
PERIPHERIQUES DE LA ZONE EURO ?**

Francisco Serranito

► **To cite this version:**

Francisco Serranito. DEVALUATION INTERNE, POLITIQUES STRUCTURELLES ET REDUCTIONS DES DEFICITS PUBLICS : LES REPONSES APPORTEES PAR LA “ TROIKA ” SONT-ELLES UN REMEDE AUX DESEQUILIBRES EXTERNES DES PAYS PERIPHERIQUES DE LA ZONE EURO ?. 2015. halshs-01207715

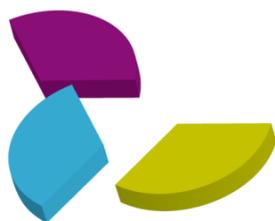
HAL Id: halshs-01207715

<https://shs.hal.science/halshs-01207715v1>

Preprint submitted on 1 Oct 2015

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



LÉO
Laboratoire
d'Économie
d'Orléans

Unité Mixte de Recherche
n° 7322 du CNRS

Document de Recherche n° 2015-10

**« Dévaluation interne, politiques structurelles et réductions
des déficits publics : les réponses apportées par la
“Troika” sont-elles un remède aux déséquilibres externes
des pays périphériques de la zone euro ? »**

Francisco SERRANITO

**DEVALUATION INTERNE, POLITIQUES STRUCTURELLES ET REDUCTIONS DES DEFICITS PUBLICS :
LES REPONSES APPORTEES PAR LA « TROIKA » SONT-ELLES UN REMEDE AUX DESEQUILIBRES
EXTERNES DES PAYS PERIPHERIQUES DE LA ZONE EURO ?**

**ASSESSING THE EFFECTS OF THE STRUCTURAL ADJUSTMENT PROGRAM ADVOCATED BY THE
TROIKA ON THE PERIPHERAL EURO AREA COUNTRIES: A REVIEW**

Francisco Serranito¹

Univ. Orléans, CNRS, LEO

Résumé :

L'objectif de cette note était de faire un bilan des travaux récents des effets des politiques économiques préconisées par la Troïka dans la résorption de la crise de la dette européenne. Pour l'instant, la seule réponse apportée par la Troïka est la politique d'austérité et de dévaluation interne à court terme et la mise en place de politiques structurelles de libéralisation des marchés à long terme. Nous montrons que la mise en place de ces plans d'ajustement structurel dans les pays périphériques de la zone euro provient d'une interprétation erronée des origines de la crise de la dette souveraine. Ces plans ont toutefois conduit à un processus d'ajustement dans les pays périphériques. La dévaluation interne a bien permis une baisse de leur coût unitaire salarial et donc une amélioration de leur compétitivité prix. Cependant, nous montrons que cette baisse résulte essentiellement de facteurs cycliques. Nous suggérons, par conséquent, que l'ajustement des déséquilibres intra-européens ne peut se réaliser que si les politiques économiques sont profondément remaniées aussi bien dans le Nord que dans la périphérie de la zone.

Mot clés : déséquilibre externe, dévaluation interne, politique structurelle, crise de la dette en zone euro.

Abstract:

This policy brief aims at reviewing recent papers on the effects of economic policies advocated by the Troika on peripheral euro zone members. Troika advocates fiscal austerity and internal devaluation policies in the short term and structural policies of market liberalization in the long run. These policies can be considered as a new form of structural adjustment programs. We show that the implementation of these structural adjustment programs in the euro area peripheral countries comes from an erroneous interpretation of the origins of the crisis of sovereign debt. These structural adjustment programs have, however, led to a rebalancing in these countries. The internal devaluation has allowed a reduction in their unit costs of labor and thus improves their price competitiveness. However, we show that this decrease results mainly from cyclical factors; hence it is not sustainable. We suggest, therefore, that adjustment of intra-European imbalances can only be achieved if economic policies are modified in both the core and in the periphery of the euro zone.

Key Words: Rebalancing in the euro area, structural policies, cost of internal devaluation.

Codes JEL : F31, F33, F34, F41, H63.

¹ Univ. Orléans, CNRS, LEO, UMR 7322, F 45067, Orléans, France. francisco.serranito@univ-orleans.fr

Introduction

En octobre 2009, la crise de la dette souveraine en Europe est venue « saluer » les dix ans d'existence de l'euro. Cette crise a débuté suite à l'annonce faite par le gouvernement grec nouvellement élu que les déficits budgétaires passés avaient été maquillés avec l'aide de la banque Goldman Sachs afin que la Grèce puisse satisfaire les critères d'adhésion à la monnaie unique. Le déficit public s'avérait ainsi être en 2009 de plus du double de celui déclaré par les autorités grecques. Rapidement, les finances publiques et le montant de la dette publique grecque sont apparus non soutenables : un défaut de la Grèce était alors inévitable. S'appuyant sur une lecture stricte du Traité de Lisbonne, le gouvernement allemand refusa au départ de venir en aide à la Grèce laissant entendre que les investisseurs privés devaient prendre à leur charge les risques liés à un défaut d'un pays. Ceci déclencha alors une panique sur le marché obligataire puisque les investisseurs ont réalisé qu'un défaut d'un pays membre de la zone euro était possible. Ainsi, après plus d'une décennie de convergence des taux d'intérêts des obligations à long terme des pays membres de la zone euro vers le niveau allemand, on constata l'émergence, de nouveau, d'écarts de taux importants entre pays suite à la dégradation de leur note par les agences de notation (cf. Figure 1). Un premier plan de sauvetage a alors été mis en place par l'Union Européenne (UE) et le Fond Monétaire International (FMI) pour venir en aide à la Grèce du fait de taux d'emprunts devenus insoutenables. La crise s'est ensuite propagée à l'Irlande et au Portugal qui ont été contraint de demander à leur tour une aide à leur partenaire européen et du FMI. Suite à un deuxième plan d'aide à la Grèce, l'existence même de l'euro est mise en danger quand l'Espagne et l'Italie ont connu des tensions sur leur taux obligataire. Seule l'intervention de Mario Draghi, président de la Banque Centrale Européenne (BCE), en juillet 2012 déclarant que la BCE était prête « à faire tout qu'il faudra pour sauver l'euro » a permis de calmer durablement les tensions sur le marché obligataire (cf. Figure 1). Cette déclaration ouvrait la porte à un rachat massif de la dette souveraine sur le marché secondaire.

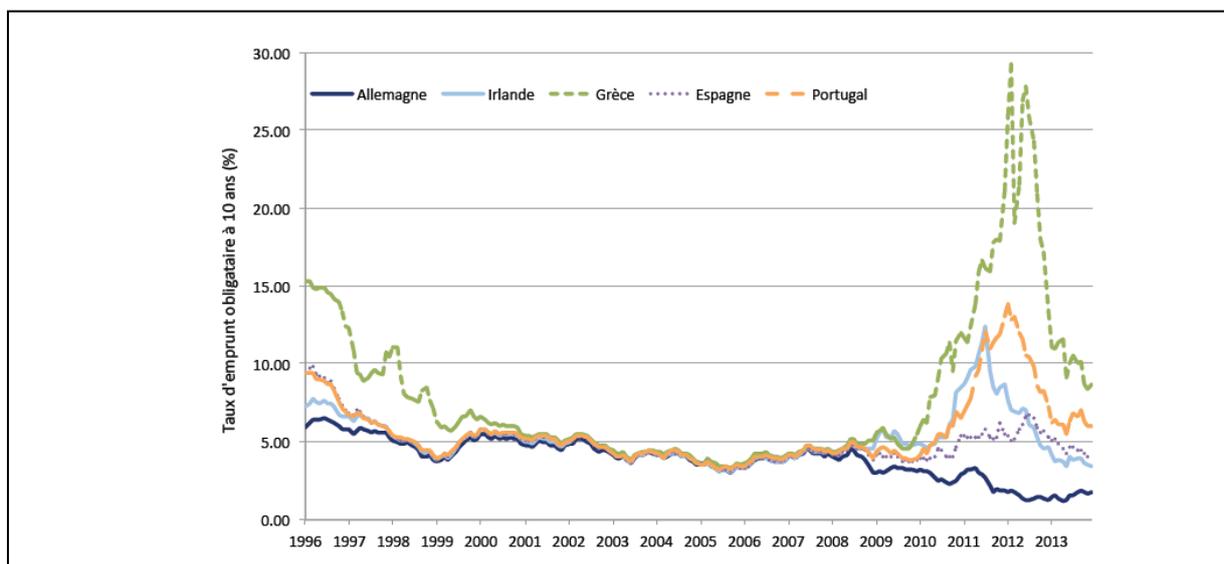


Figure 1: Evolution des taux d'intérêt d'emprunt à long terme, 1996-2013 (Source: Chouaib & Jeanneret, 2014)

Une telle crise était-elle prévisible du fait des divergences structurelles constatées entre pays et de la fragilité institutionnelle dans la construction de la zone Euro (De Grauwe, 2009) ; ou s'explique-t-elle, plus simplement, par les politiques budgétaires laxistes menées par les pays périphériques et le non-respect des critères de Maastricht ? L'objectif de cette note est de faire une synthèse des travaux récents sur les mécanismes qui pourraient expliquer le déclenchement de cette crise et d'évaluer la portée des réponses apportées par la Troïka à savoir l'UE, la BCE et le FMI.

1- Les deux explications de la crise de la dette souveraine

Deux explications alternatives de la crise de la dette souveraine ont été proposées dans la littérature. La première repose sur un accroissement de la dette publique des pays périphériques devenu insoutenable suite à des politiques budgétaires laxistes, tandis que la seconde identifie l'accumulation des déséquilibres externes de ces même pays suite à une perte de compétitivité (Alessandrini et al, 2014).

Déficit public, dette et rendement des obligations souveraines

L'idée que la crise de la dette souveraine proviendrait des politiques budgétaires laxistes des pays périphériques trouve son origine dans la littérature sur les déterminants des « spreads » souverains (i.e. les écarts de taux entre les obligations souveraines à long terme). En effet, ces travaux montrent que les variables budgétaires (solde public ou ratio dette sur Pib) sont un des déterminants les plus importants des spreads souverains car elles permettraient de mesurer le risque de crédit² : comme le montrent les figures 2 et 3 les rendements des obligations sont reliés positivement au ratio dette sur PIB et négativement au déficit public anticipé.

² Pour une revue de cette littérature, on pourra se reporter à Barrios et al.(2009).

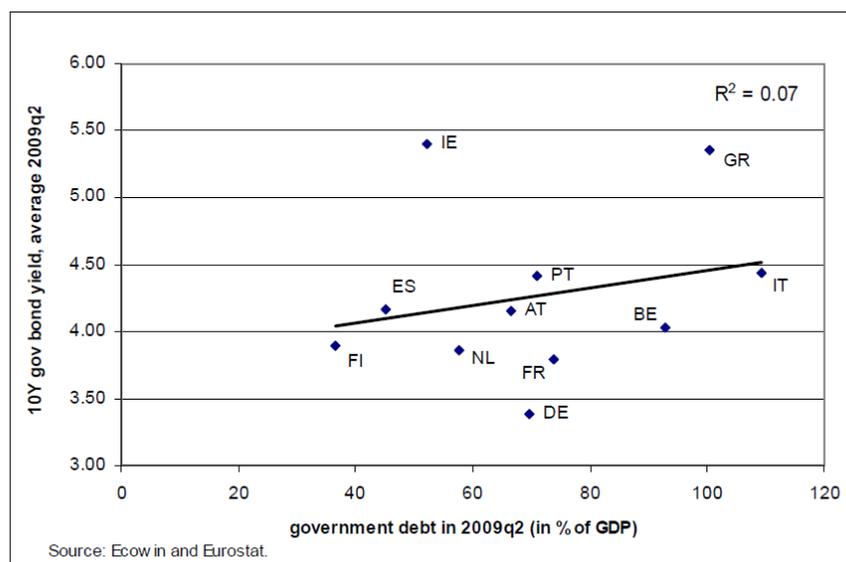


Figure 2: Dette public et taux d'emprunt à 10 ans (Source: Barrios et al., 2009)

Dans cette section, nous allons donner quelques faits stylisés sur le niveau des dettes et des déficits publics au sein de la zone euro en les comparant avec ceux des Etats-Unis, du Royaume-Uni et du Japon pour évaluer cette explication. Dans le tableau 1, sont reportés le ratio dette publique sur PIB, solde budgétaire sur PIB et solde primaire sur PIB pour 11 pays membres de la zone euros et trois pays extérieurs pour différentes périodes : avant la création de l'euro (1990), à la création de l'euro (1999), avant la crise financière des « subprimes » (2007), pendant la crise financière (2009) et après la crise de la dette souveraine (2013). En 2007, l'Autriche, la Belgique, la Finlande, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas et l'Espagne avait diminué leur ratio dette sur Pib par rapport au niveau de 1999. Seuls, la France, l'Allemagne, la Grèce et le Portugal ont vu ce ratio augmenté. Les pays extérieurs à la zone euro ont eux aussi connu une hausse du ratio dette public sur PIB sur cette période. En ce qui concerne les déficits publics, au sein de la zone euro, à l'exception du Portugal et surtout de la Grèce, les autres membres n'avaient pas un déficit dépassant la barre des 3% fixée par le traité de Maastricht en 2007 : l'Espagne et l'Irlande affichait un surplus budgétaire supérieur à celui de l'Allemagne. En ce qui concerne le déficit primaire, on observe que l'Espagne, l'Italie et l'Irlande étaient en excédent primaire et que dans le cas des deux premiers pays celui-ci était même supérieur à celui de l'Allemagne (de l'ordre de 3% du PIB). Le Portugal était presque à l'équilibre (avec un déficit de l'ordre de 0,2% du PIB) et la Grèce affichait un déficit d'environ 2% du PIB. L'accroissement généralisé des dettes publiques observé par la suite s'explique par l'intervention des gouvernements pour combattre les effets de la crise économique en menant des politiques budgétaires expansionnistes et en soutenant financièrement via des prêts leur secteur bancaire domestique suite à la crise financière. Les pays les plus durement touchés par l'éclatement de la bulle immobilière à savoir l'Espagne et l'Irlande passèrent alors d'un solde budgétaire excédentaire en 2007 à un déficit de 11,1% et 13,7% du PIB en 2009. Remarquons, tout de même, que pour ces deux pays, en 2009 leur

ratio de dette publique sur PIB reste toutefois inférieur à celui de la France et de l'Allemagne. Le Japon, le Royaume-Uni et les Etats-Unis ont connu des évolutions semblables à celles des pays de la zone euro avec un accroissement sans précédent de leur dette publique du fait d'une augmentation d'ampleur comparable à celle de pays de la zone euro de leur déficit budgétaire.

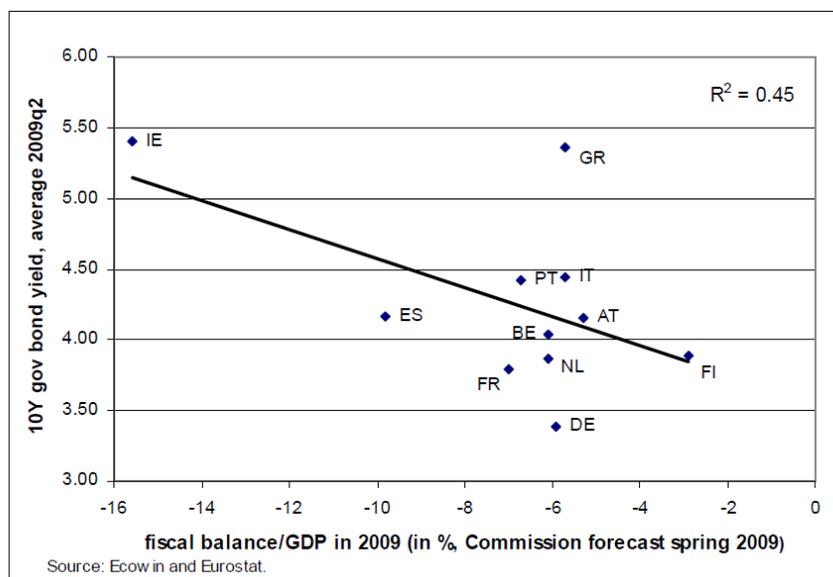


Figure 3: Taux d'emprunt à 10 ans et anticipations du déficit public (Source: Barrios et al., 2009)

Au vu de ces quelques faits stylisés, il semble difficile d'imputer la crise de la dette souveraine en Europe à des politiques budgétaires laxistes dans les pays périphériques. En effet, à la notable exception de la Grèce, les autres pays et notamment l'Espagne et l'Irlande étaient dans une situation budgétaire plus saine que la France et même l'Allemagne avant le déclenchement de la crise financière. Si, au préalable, il existait un problème d'endettement excessif au déclenchement de la crise, il faudrait plutôt le rechercher du côté du secteur privé que du secteur public. En effet, comme le montre la Figure 4, l'endettement privé n'a fait que croître dans les pays périphériques depuis le milieu des années quatre-vingt-dix. Le ratio dette privée sur PIB est même supérieur à 100% dès 2007 pour tous les pays périphériques. L'endettement privé est extrêmement élevé en Espagne et en Irlande ce qui a nourri la bulle immobilière dans ces pays tandis qu'au Portugal celui-ci a permis de financer une forte croissance de la consommation des ménages.

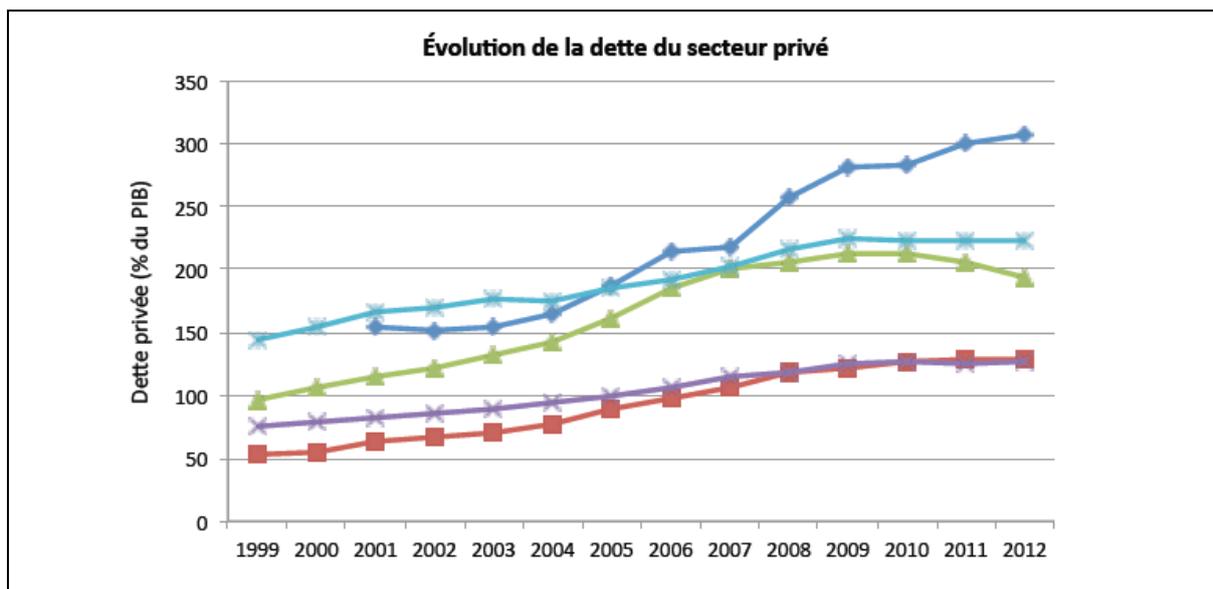


Figure 4: Evolution de la dette du secteur privé des pays périphériques, 1999-2012 (Source: Chouaib & Jeanneret, 2014)

Déséquilibres externes intra zone euro, création de l'euro et perte de compétitivité :

D'après la seconde explication de la crise, son origine serait à rechercher plutôt du côté de l'accumulation des déséquilibres des comptes courant au sein de la zone Euro qui proviendrait d'une perte de compétitivité des pays périphériques. En effet, même si au niveau agrégé, la zone euro affichait un compte courant à l'équilibre, on constate que les déséquilibres extérieurs intra-européens s'étaient creusés depuis l'introduction de l'euro (cf. figure 5). Deux phénomènes peuvent expliquer ces divergences structurelles intra-européennes : l'accroissement de l'intégration financière et les attentes de convergence entre pays du Sud et d'Europe du Nord (l'effet positif du rattrapage économique) et la divergence des prix intérieurs et des coûts unitaires du travail (l'effet négatif d'une dégradation de la compétitivité).

Le premier argument repose sur le fait que ces déséquilibres sont durables et qu'ils résulteraient d'une intégration plus poussée des marchés de capitaux suite à la création de l'Union Monétaire Européenne (UME). Celle-ci, en facilitant les mouvements de capitaux entre pays, a permis aux pays périphériques, ayant des perspectives de croissance et des rendements du capital plus élevés, d'attirer des capitaux et donc de financer des déficits durables (Blanchard et Giavazzi, 2002). Selon cette vision de l'intégration européenne, il n'y avait donc pas lieu de s'inquiéter de la montée des déséquilibres intra-européens. On parle alors de « bons » déficits externes (Blanchard et Milesi-Ferretti, 2010). Cependant, si ces facteurs peuvent expliquer la première génération des déséquilibres, ils ne fournissent pas une explication satisfaisante de l'accroissement des déséquilibres des comptes courants dans la zone euro depuis l'introduction de l'euro. Ainsi, avec la crise de la dette souveraine, cette vision optimiste des effets de l'UME est remise en cause.

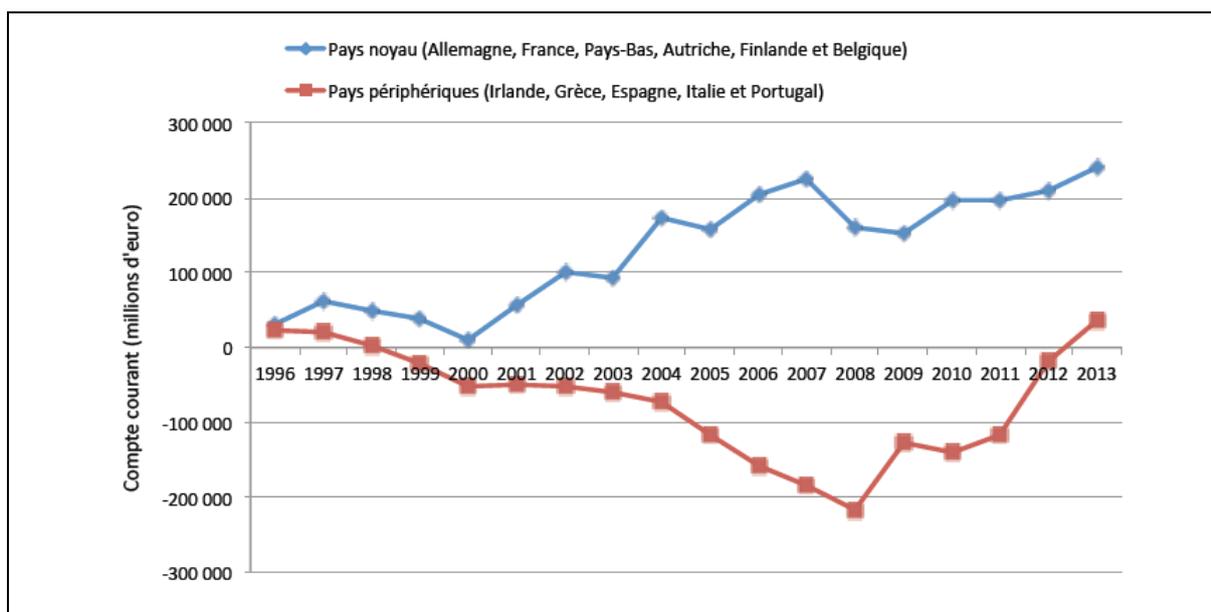


Figure 5: Evolution du compte courant des pays du noyau et de la périphérie de la zone Euro, 1996-2013. Les pays du noyau sont l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Autriche, la Finlande et la Belgique et ceux de la périphérie sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal. (Source: Chouaib & Jeanneret, 2014)

Pour certains économistes, cette crise s'expliquerait plutôt par le déclenchement d'une crise de la balance des paiements somme toute assez traditionnelle comme en ont eu de nombreux pays en développement par le passé. Cette crise de la balance des paiements proviendrait de la perte de compétitivité des pays périphériques européens et de l'arrêt soudain des entrées de capitaux (Merler & Pisani-Ferry, 2012)³. L'entrée massive de capitaux, au début des années 2000, a financé des activités peu productives et a favorisé essentiellement l'endettement du secteur privé dans le secteur immobilier. Ainsi, d'après Blanchard et Milesi-Ferretti (2010) et Jaumotte et Sodsriwiboon (2010), l'accumulation des déséquilibres extérieurs dans les pays périphériques serait causée par le développement de phénomènes de bulles sur le marché immobilier et des prévisions sur les perspectives de croissance trop optimistes. L'intégration financière accrue au sein de la zone euro aurait ainsi facilité le développement de « mauvais » déficits externes (Blanchard & Milesi-Ferretti, 2010). Ces déficits ont alors entraîné une période de forte croissance dans les pays périphériques qui s'est traduite par des hausses de salaires, et donc de prix, supérieures à la moyenne européenne. Le mécanisme correcteur du déséquilibre par une modification du taux de change n'a pas fonctionné dans le cas européen car, comme l'ont montré Arghyrou et Chortareas (2008), suite à la création de l'UME, la flexibilité des taux de change réel a diminué au sein de la zone. L'entrée

³ Belke et Dreger (2013) ont estimé l'impact de ces deux déterminants en utilisant la théorie de la cointégration en panel pour un panel de 11 pays de la zone euro pour la période 1982-2011. D'après leurs résultats, l'appréciation du taux de change réel est la principale explication de la hausse des déséquilibres au sein de la zone euro.

des capitaux en entraînant une hausse des coûts salariaux unitaires plus importante à la périphérie que dans le noyau de la zone (cf. figure 6) n'a fait qu'amplifier les déséquilibres externes. La soutenabilité de ces déséquilibres impliquerait, par conséquent, des transferts massifs et permanents du nord de l'Europe vers la périphérie en cas d'absence de mécanismes d'ajustement par les prix. En l'absence de tels transferts, une crise de la balance des paiements était inévitable (Gros, 2011).

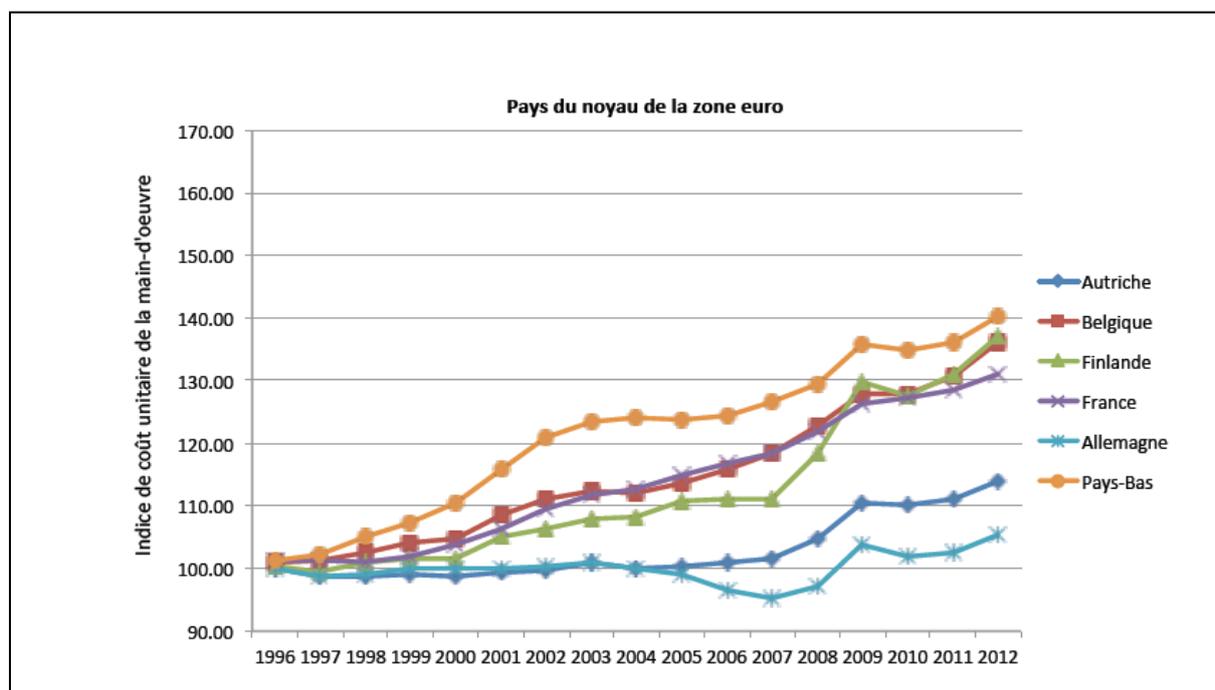


Figure 6a: Evolution des coûts unitaires de la main d'oeuvre des pays de la zone euro, 1996-2012 (Source: Chouaib & Jeanneret, 2014)

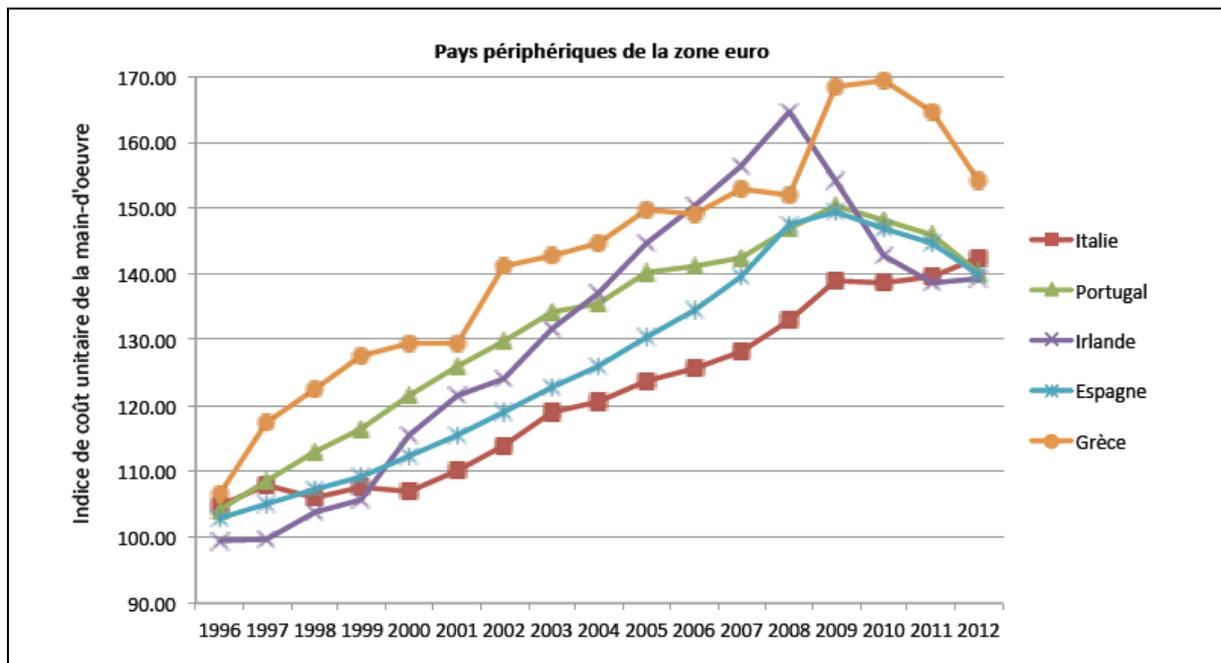


Figure 6b: Evolution des coûts unitaires de la main d'oeuvre des pays de la zone euro, 1996-2012 (Source: Chouaib & Jeanneret, 2014)

Toutefois, il convient de souligner que l'explication de la crise par la seule perte de compétitivité suite à l'introduction de l'euro n'est pas un fait unanimement reconnu. En effet, les causes des déséquilibres externes sont très différentes selon les pays. Pour certains d'entre eux, les déséquilibres avaient débutés bien avant la mise en place de l'UME. Kang & Shambaugh (2013) constatent que, si tous les pays en crise ont connu une détérioration de leurs coûts salariaux unitaires au niveau agrégé, tous n'ont pas affiché une détérioration de leur performance à l'exportation. Ainsi, pour beaucoup de pays, le déficit de la balance commerciale proviendrait plutôt de la hausse des importations que de la baisse des exportations.

Par ailleurs, ces auteurs donnent une nouvelle explication au développement des déficits externes dans la zone euro : la baisse des transferts courants et l'augmentation des revenus versés à l'étranger. Par exemple, ces variables expliqueraient la détérioration de 8,5 point du PIB du compte courant en Grèce entre 1994 et 2007 : les transferts courants (incluant les fonds public et privé) sont ainsi passés de 7% du PIB en 1994 à 1% en 2007. Dans le cas du Portugal, la détérioration de la balance commerciale a peu joué sur le compte courant. Le déséquilibre externe s'explique essentiellement par une baisse de 6 point de PIB des transferts privés (via la baisse des transferts des migrants) et une hausse de 4,5 point de PIB des revenus versés à l'étranger. Dans le cas de l'Irlande, la balance commerciale a toujours été excédentaire. Le déficit du compte courant provient des entrées massives de capitaux pour financer le boom immobilier et de l'augmentation drastique des revenus versés à l'étranger. Parmi les pays périphériques, seul l'Espagne a connu une détérioration significative de sa balance commerciale. Mais même dans ce cas, ce déficit commercial s'explique plus par une

forte augmentation des importations du fait d'une demande interne très dynamique plutôt que par une baisse des exportations.

Les déséquilibres externes sont-ils dus à des facteurs internes ou externes à la zone euro ?

Toutes les explications précédentes ont en commun de supposer que les origines des déséquilibres externes ne proviennent que des facteurs internes à la zone euro. Dans une contribution récente à cette littérature, Chen et al. (2013) vont contester cette analyse. Selon eux, les déséquilibres intra zone-euro pourraient s'expliquer par un effet asymétrique de chocs commerciaux extérieurs à la zone euro. Ces chocs sont la montée de la Chine dans le commerce mondial du fait de sa croissance très rapide, l'intégration des pays d'Europe Centrale et Orientale dans la chaîne de production de la zone euro et enfin la politique de change de l'euro.

Ils montrent, par exemple, que l'appréciation du taux de change réel dans la zone euro comportent deux composantes distinctes: (i) les fluctuations des coûts unitaires du travail par rapport aux partenaires commerciaux (l'effet compétitivité) et (ii) les variations du taux de change nominal de l'euro. En ce qui concerne les pays périphériques, ils montrent que depuis 2000, la majeure partie de l'appréciation réelle (et donc les pertes de compétitivité qui en découlent) est expliquée par l'appréciation de l'euro (cf. figure 7)⁴. D'après leurs résultats économétriques, les exportations des pays d'Europe du Sud sont affectées négativement par la concurrence chinoise alors que l'Allemagne bénéficie de la croissance des pays émergents grâce à sa capacité à réorienter ses exportations vers les marchés à croissance rapide et à sa spécialisation dans les machines et biens d'équipement. Un autre apport des travaux de Chen et al. (2013) est de mettre l'accent sur le rôle moteur du compte de capital dans la détermination des déséquilibres externes de la zone euro. En effet, pour compenser ces chocs négatifs, les pays périphériques auraient dû enregistrer une dépréciation de leur taux de change réel. Cependant, l'intégration des marchés financiers européens a empêché ce mécanisme correcteur de se mettre en place en favorisant l'entrée de capitaux en provenance majoritairement de l'Allemagne et de la France⁵.

⁴ Dans le cas de l'Allemagne l'appréciation nominale de l'euro a été presque entièrement compensée par une baisse des coûts salariaux unitaires par rapport à ses partenaires commerciaux. Au contraire, dans le cas de la France, l'évolution de ses coûts correspond en moyenne à celle de ces partenaires et l'appréciation réelle provient uniquement de l'appréciation nominale de l'euro.

⁵ Chen et al. (2013) montrent que les mouvements de capitaux entre la zone euro et le reste du monde et ceux au sein de la zone euro sont de nature très différente. Il apparaît ainsi que les capitaux qui ont afflué vers les pays périphériques provenaient essentiellement des pays du nord de la zone euro et en particulier de l'Allemagne et de la France. Le financement des pays périphériques par des pays extérieurs à la zone était très minoritaire. Au contraire, les pays du nord ont connu sur la même période des entrées massives de capitaux provenant des pays extérieurs à la région. Avant la crise de la dette souveraine, les investisseurs européens jugeaient ainsi que les titres de dettes souveraines des pays de la zone euro étaient substituables ce qui n'était pas le cas des investisseurs internationaux hors zone euro. Ce résultat pourrait s'expliquer par le fait que les banques allemandes et françaises pouvaient utiliser les titres de dettes de tous les pays de la zone euro comme collatéral auprès de la BCE (Chen et al, 2013).

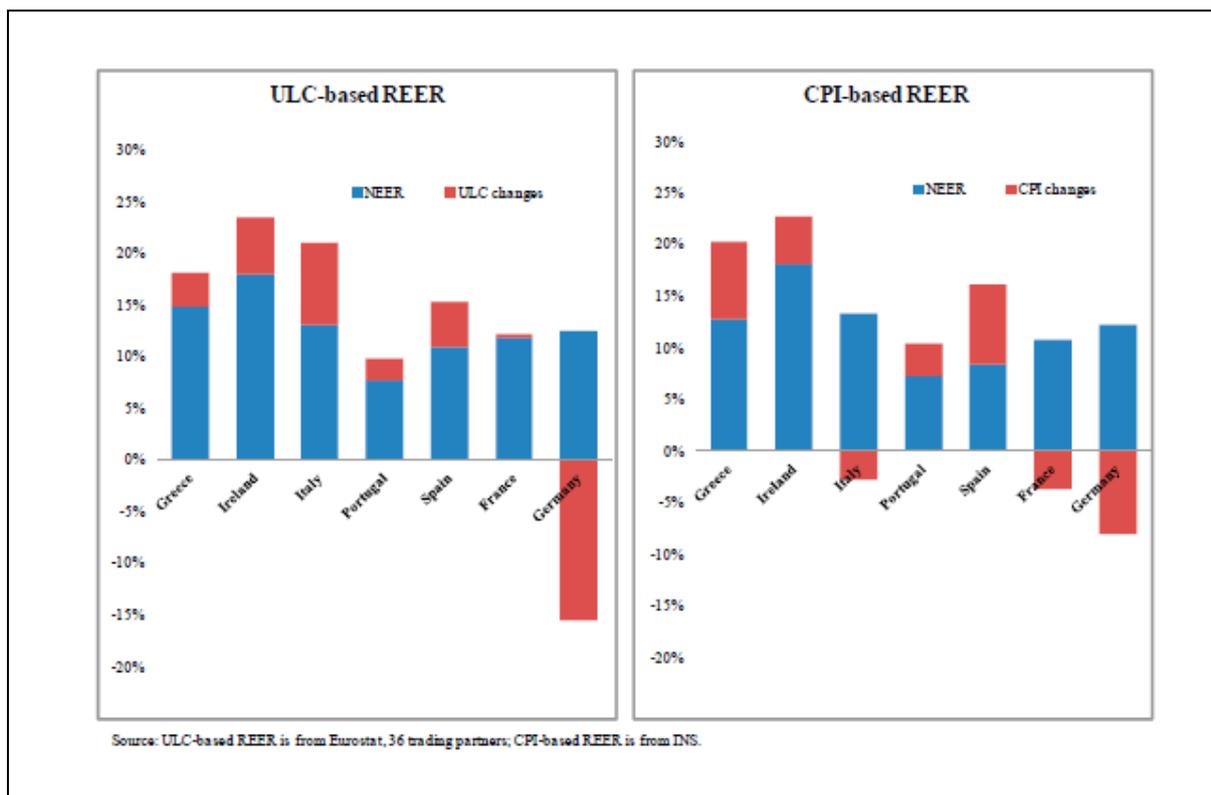


Figure7: Décomposition de l'appréciation réelle de l'euro selon les pays (Source : Chen et al., 2013), Figure 2, p.109).

Peut-on discriminer entre ces deux explications alternatives ?

Alessandrini et al. (2014) testent ces deux hypothèses à partir d'un modèle des déterminants des spreads souverains de dix pays européen vis-à-vis de l'Allemagne sur la période 2005-2011. Ils introduisent comme déterminants des spreads des variables mesurant le risque global, des variables budgétaires, des variables mesurant la liquidité du marché obligataires, des variables mesurant les écarts de compétitivité, des variables mesurant les entrées de capitaux provenant de l'Allemagne et enfin des variables mesurant les performances macroéconomiques. Sur l'ensemble de la période, ils montrent que les variables de liquidité et celles budgétaires expliquent l'accroissement observé des spreads de taux : la variable de liquidité expliquant 37,5% de la hausse des spreads sur la période, contre 25% pour la dette publique et 12% pour le déficit primaire.

L'explication de la crise par la politique budgétaire semble ainsi confirmer. Cependant, ces auteurs montrent l'existence d'une rupture significative dans le modèle à partir de septembre 2008. Les déterminants des spreads sont significativement différents avant et après la faillite de la banque Lehman Brothers. Ainsi, après le déclenchement de la crise financière, 35% de la hausse des spreads serait toujours expliquée par la variable de liquidité mais les variables budgétaires ne représentent plus que 12% de l'explication. Sur cette période les variables de

compétitivité représentent alors 30% et celles mesurant les mouvements de capitaux 15%⁶. Au final, ces résultats montrent que si les deux origines de la crise de la dette souveraine européenne ne sont pas mutuellement exclusives, l'explication par les déséquilibres externes et la perte de compétitivité des pays périphériques serait la plus vraisemblable.

Les modèles de crise de la balance des paiements traditionnels permettent ainsi de comprendre parfaitement l'attaque spéculative qu'ont subie les pays périphériques sur leur dette (Krugman, 2013). La BCE refusant de jouer, à l'époque, son rôle de prêteur en dernier ressort, les investisseurs internationaux ont réalisé que les titres de dette souveraine intra zone euro n'étaient pas parfaitement substituables entre eux et que l'on pouvait interpréter l'endettement des pays périphériques comme un endettement en monnaie étrangère (De Grauwe, 2011). Par conséquent, comme le montre la figure 8, face à la détérioration des fondamentaux et à une augmentation de la probabilité de défaut, ces pays ont constaté un arrêt brutal des entrées de capitaux privés (Hale, 2013). La crise n'a pu être circonscrite uniquement parce que l'entrée de capitaux publics (le système TARGET 2) a compensé la sortie des capitaux privés (cf. figure 8)⁷.

Par conséquent, au vu de la persistance des déséquilibres intra-européen, on est tout naturellement amené à se poser la question des politiques économiques à mener pour les résorber. Les politiques préconisées par la Troïka ont-elles permis de résorber les problèmes de compétitivité au cœur de la crise de la dette souveraine européenne ? Les éléments de réponse à cette question font l'objet de la section suivante.

⁶ Alessandrini et al (2013) montrent que leur résultat n'est pas modifié si la rupture est datée au premier trimestre 2010, c'est-à-dire après la découverte du maquillage des données budgétaires par le gouvernement grec.

⁷ Pour une description détaillée du fonctionnement du financement des différentes banques centrales domestique au sein de la BCE (le système TARGET 2) durant la crise, on pourra se reporter à Boecks (2012).

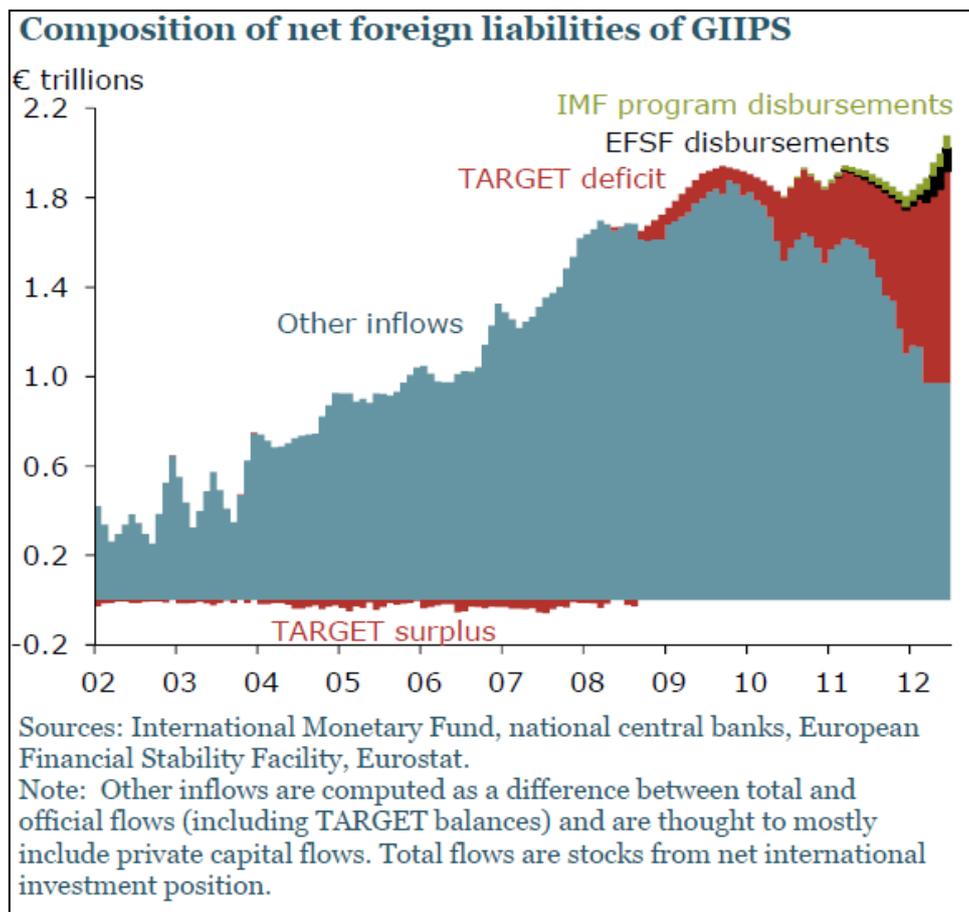


Figure 8 : Décomposition des entrées de capitaux par source dans les pays périphériques, 2002-2012 (Source : Hale, 2013, Figure 3, p 3).

2 - Evaluation des politiques économiques préconisées par la Troïka

Dans une union monétaire, en absence d'ajustement par le taux de change nominal, la résorption des déséquilibres externes impliquerait des transferts permanents du Nord de l'Europe vers la périphérie pour corriger les écarts de compétitivité sous la forme d'un fédéralisme budgétaire⁸. Les pays du Nord de la zone euro n'étant pas prêts pour un tel changement de politique économique en Europe, le retour à l'équilibre ne peut se faire que par un mécanisme d'ajustement des prix relatifs ou une dépréciation réelle dans les pays déficitaires. On parle alors de dévaluation interne. La troïka a donc préconisé des politiques d'austérité budgétaire et de compression des salaires à court-terme et des réformes

⁸ Dans les années 2000, la Commission Européenne et la BCE préconisaient une autre solution alternative pour faire face à des chocs asymétriques : le « risk-sharing » ou le partage du risque interrégional. Le développement de l'intégration financière devait permettre une stabilisation du revenu via la constitution de portefeuilles internationaux diversifiés. Cette approche s'est avérée largement insuffisante dans le cas européen. On pourra se reporter à Clévenot & Duwicquet (2011) pour une comparaison Europe/Etats-Unis du « risk-sharing ». Ils montrent que les revenus extérieurs ne permettraient de stabiliser dans le meilleur des cas que 19% d'un choc dans la zone euro à douze pays et 10% si le Luxembourg est exclu du panel.

structurelles de libéralisation des marché des biens et du travail à long terme (pour plus de détails, on pourra se reporter à Tressel et al, 2014). L'objectif de cette section est d'évaluer la portée de ces solutions dans la résorption des déséquilibres de la zone euro⁹.

Evolution des coûts unitaires salariaux depuis le déclenchement de la crise

Une dévaluation interne s'obtient via une dépréciation du taux de change réel des pays périphériques. Cette dépréciation ne peut provenir que d'une décroissance des coûts unitaires salariaux de ces pays par rapport à leurs partenaires commerciaux. La baisse relative des coûts salariaux unitaires résulte alors soit d'une baisse des salaires soit d'une augmentation de la productivité du travail. Comme le montre la figure 10, les coûts unitaires salariaux (noté UCL) ont diminué dans les pays périphériques depuis 2008 ce qui a bien entraîné une dépréciation du taux de change effectif réel (noté REER).

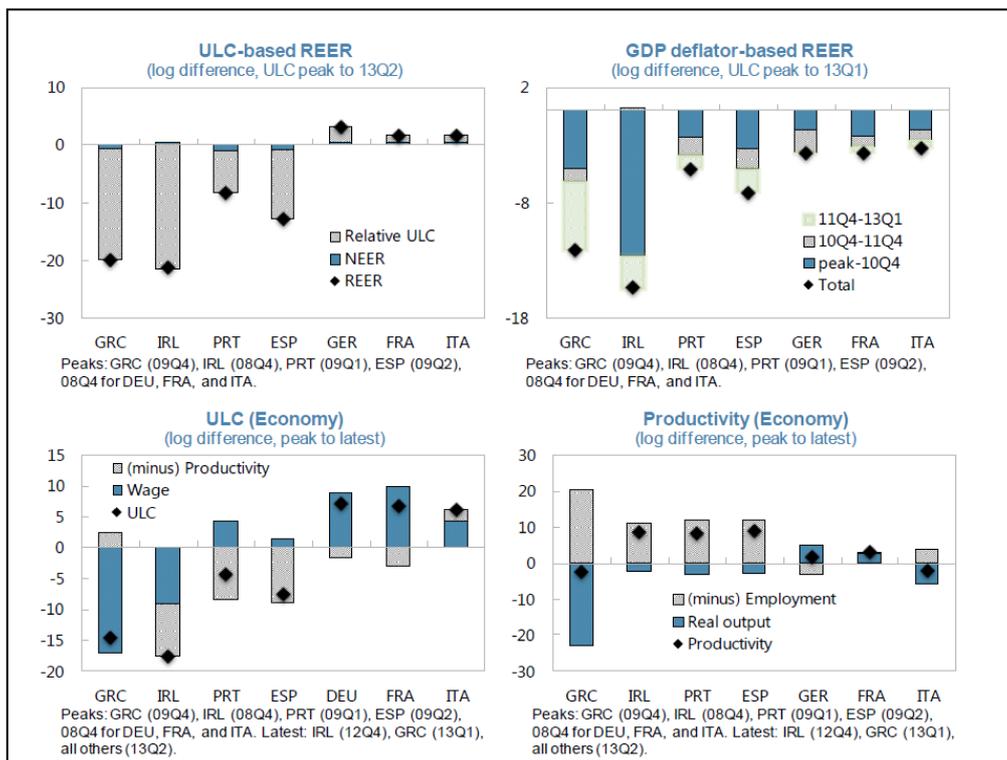


Figure 10: Décomposition de la baisse de coûts salariaux unitaires entre salaire et productivité (source, Tressel & Wang, 2014 p.8)

⁹ Pour une description détaillée des politiques préconisées par la Commission européenne ainsi que les changements institutionnels instaurés suite à la crise de la dette, on pourra se reporter aux travaux de Chouaib & Jeanneret (2014) et de Dodig & Herr (2015).

Cependant, les déterminants de cette baisse des coûts unitaires salariaux sont très différents d'un pays à l'autre (Tressel & Wang, 2014). Ainsi, à la notable exception de la Grèce, l'amélioration de la compétitivité-coût a été réalisée plus par une amélioration de la productivité que par la baisse des salaires. Tressel & Wang (2014) constatent que les salaires n'ont diminué qu'en Grèce et en Irlande ; au contraire en Italie, au Portugal et en Espagne les salaires ont augmenté mais dans des proportions moindres qu'en Allemagne et en France (cf. figure 10). Ainsi pour ces trois pays, l'amélioration du coût unitaire salarial relatif n'est due qu'à des gains de productivité. Dans le cas de l'Irlande, baisse des salaires et amélioration de la productivité ont joué un rôle équivalent dans l'amélioration de la compétitivité alors que, dans le cas de la Grèce, elle ne s'explique que par des baisses de salaires.

Si un ajustement des comptes courant est actuellement à l'œuvre au sein de la zone euro, une question importante concerne sa soutenabilité à long terme. Une réponse à cette question peut être donnée en analysant l'origine des gains de productivité observés dans les pays périphériques. Tressel & Wang (2014) décomposent ainsi les gains de productivité entre la part qui est due à l'augmentation de la production et celle due à la baisse de l'emploi. Dans tous les pays périphériques, cette amélioration de la productivité s'explique par une réduction de l'emploi plus importante que la baisse observée de la production (cf. figure 10). Dans le cas de la Grèce, la crise économique a été si forte que la baisse de la production a été de même ampleur que celle de l'emploi ce qui explique que la productivité du travail se soit maintenue au même niveau. Au final, on observe que l'ajustement des comptes courants des pays périphériques s'est réalisé essentiellement par une baisse de l'emploi et donc une explosion du chômage et un effondrement de la croissance. On peut donc douter du caractère soutenable de l'ajustement en cours.

Un des objectifs affichés de la politique économique préconisée par la Troïka était de faciliter l'ajustement des comptes courant en relançant l'économie grâce à un boom des exportations des pays périphériques. L'amélioration des coûts unitaires salariaux devrait ainsi relancer les exportations via une diminution des prix à l'exportation des pays périphériques ce qui entraînerait une réallocation de la production vers les secteurs exportateurs. Tressel & Wang (2014) ont montré que le seul pays où cette réallocation s'est réellement produit est l'Irlande. Comme le montre la figure 11, malgré une baisse des coûts salariaux unitaires, on ne constate pas une amélioration notable des prix relatifs à l'exportation des pays périphériques à l'exception notable de l'Irlande. Selon Dodig & Herr (2015), suite à la baisse des coûts, les entreprises exportatrices de ces pays ont préféré reconstituer leurs marges plutôt que diminuer leur prix.

Enfin, les performances à l'exportation, et plus particulièrement le rebond des exportations, des pays de la zone euro dépendent aussi de la spécialisation géographique initiale de leur commerce. Tressel & Wang (2014) montrent ainsi qu'entre 2008 et 2012 la demande mondiale pour des produits allemands a cru 2,8% par an du fait d'une part de marché plus importante de l'Allemagne dans les marchés émergents à forte croissance ; au contraire, elle n'a été que 0,5% pour la Grèce qui a établi des liens commerciaux importants avec les pays émergents à faible croissance et de -0,3% pour le Portugal qui commerce essentiellement avec les autres pays de la zone euro.

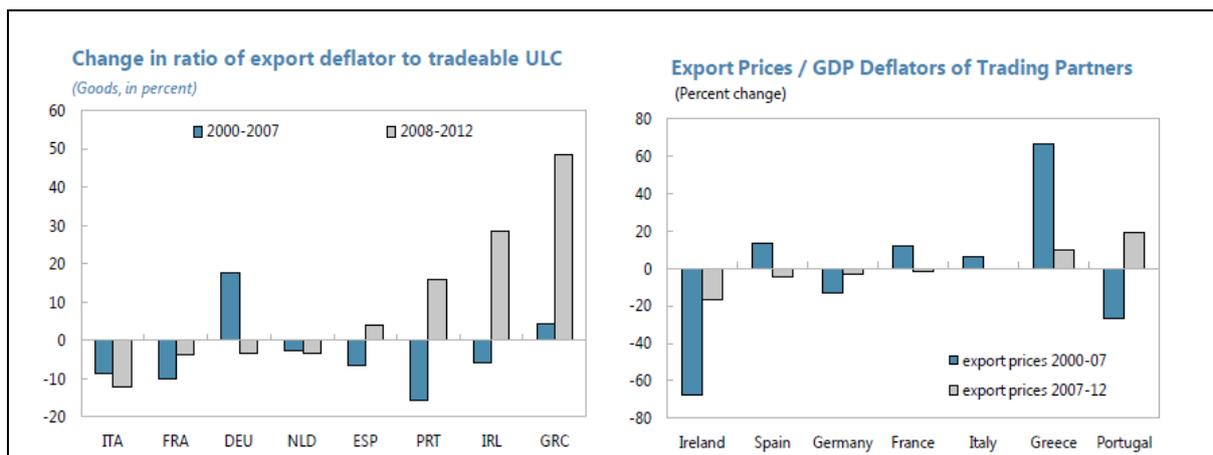


Figure 11 : Evolution des prix à l'exportation : une comparaison entre les pays du noyau et ceux périphériques (Source, Tressel & Wang, 2014)

Au final, la résorption des déséquilibres externes s'est fait au détriment de l'équilibre interne (faible croissance, élargissement de l'output gap et niveaux de chômage élevés). Par conséquent, cette amélioration ne serait qu'un phénomène conjoncturel qui proviendrait uniquement des politiques d'austérité menée dans ces pays qui ont comprimé leur demande interne et donc leur croissance (Tressel & Wang, 2014). Tressel et al. (2014) montrent ainsi qu'entre 2007 et 2012 les facteurs conjoncturels (baisse des importations et accroissement de l'output gap) expliqueraient 50% de l'amélioration du compte courant en Grèce, 32% en Irlande et 27% en Espagne. Pour ces auteurs, ce rééquilibrage des comptes externes ne serait pas soutenable dans le moyen terme.

Perte de compétitivité et mésalignements du taux de change réel intra-zone euro

Au sein de la zone euro, même si le taux de change nominal est fixe, le taux de change réel peut quant à lui varier en raison des différences d'inflation entre pays. Cependant, même si tous les pays périphériques ont connu une appréciation réelle, cela ne signifie pas forcément une perte de compétitivité de leurs produits. Comme le soulignent Coudert et al. (2013), des pertes de compétitivité suite à une appréciation réelle ne pourraient apparaître que si l'appréciation réelle ne provient pas d'une amélioration des fondamentaux économiques du taux change. Ceci renvoie donc à la notion de taux de change d'équilibre réel et à l'existence de mésalignements du taux de change réel. Ces désajustements du taux de change réel peuvent être utilisés comme une mesure alternative des écarts de compétitivité entre pays¹⁰.

¹⁰ Dans le paragraphe précédent, on utilisait les désajustements des comptes courant pour mesurer les écarts de compétitivité.

Un désajustement réel du change sera observé si le taux de change réel observé est différent de celui calculé par un modèle (i.e. le taux de change d'équilibre). Il existe plusieurs méthodologies alternatives pour calculer le niveau d'équilibre du taux de change réel. Les deux approches les plus utilisées sont la méthode FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) et la méthode BEER (Behavioral Equilibrium Exchange Rate). Des travaux récents ont appliqué ces méthodologies à la question du désajustement du change intra européen. Duwicquet et al. (2013) et Carton & Hervé (2013) appliquent la méthode FEER tandis que Coudert et al. (2013 et 2014) optent pour l'approche BEER. Evidemment, qui dit différentes méthodologies utilisées dit aussi différents résultats obtenus quant au niveau du désajustement du change réel calculé. Cependant, Carton & Hervé (2013) montrent que les deux approches donnent des résultats qualitativement similaires: surévaluation du change dans les pays périphériques et sous-évaluation en Allemagne¹¹.

Nous avons choisi, dans cette note, de commenter les résultats obtenus avec l'approche BEER, car les travaux de Coudert et al. (2014) cherchent justement à tester si les politiques menées par la Troïka ont réussi atténuer les désajustements du taux change réel intra zone euro. Dans le cadre de cette approche, le taux de change réel est expliqué par la position extérieure nette du pays et la productivité relative (l'effet Balassa-Samuelson). Les pays de la zone euro qui ont connu des taux d'inflation plus élevés que la moyenne doivent afficher une plus forte appréciation réelle effective. Si cette appréciation ne provient pas d'une amélioration de la position extérieure nette du pays (via une accumulation d'actifs extérieurs) ou d'une croissance plus forte de la productivité alors le taux change réel du pays sera de plus en plus surévalué. Le pays connaîtra alors des pertes de compétitivité qui induiront des déséquilibres externes croissants. Coudert et al. (2014) calculent les désajustements du change réel intra européen en 1999 (lancement de l'euro), en 2008 (début de la crise financière) et 2013 pour évaluer le succès des politiques préconisées par la Troïka.

En 2008, tous les pays périphériques connaissaient une surévaluation de leur taux de change réel tandis que les pays du nord ont une monnaie soit à l'équilibre soit sous-évaluée (cf. Figure 12). En 2013, on constate que les politiques économiques menées par les différents pays n'ont pas permis de résorber ces déséquilibres. Elles ont au contraire accentué à la fois la surévaluation du change réel dans les pays périphériques et la sous-évaluation dans ceux du noyau : dans le cas de la Grèce la surévaluation est ainsi passée de 16,8% en 2008 à 23,9% en 2013, elle est resté stable au Portugal, elle a augmenté de 10,9% à 12% en Espagne et de 7,3% à 8,3% en Italie. Seule l'Irlande a réussi à diminué la surévaluation de sa monnaie; mais en 2013 son taux de change reste encore surévalué de 3,4%. Dans le même temps, on constate que la France est passée d'une monnaie surévalué de 2,3% en 2008 à une monnaie sous-évalué de 1,9% en 2013. L'Allemagne a connu une évolution identique puisque d'une monnaie surévalué de 4,2% en 2008, elle est passé à une monnaie sous-évalué de 3,5% en 2013.

¹¹ La principale différence concerne la France dont le change serait à l'équilibre selon l'approche BEER et surévalué selon le FEER (cf. Duwicquet et al., 2013).

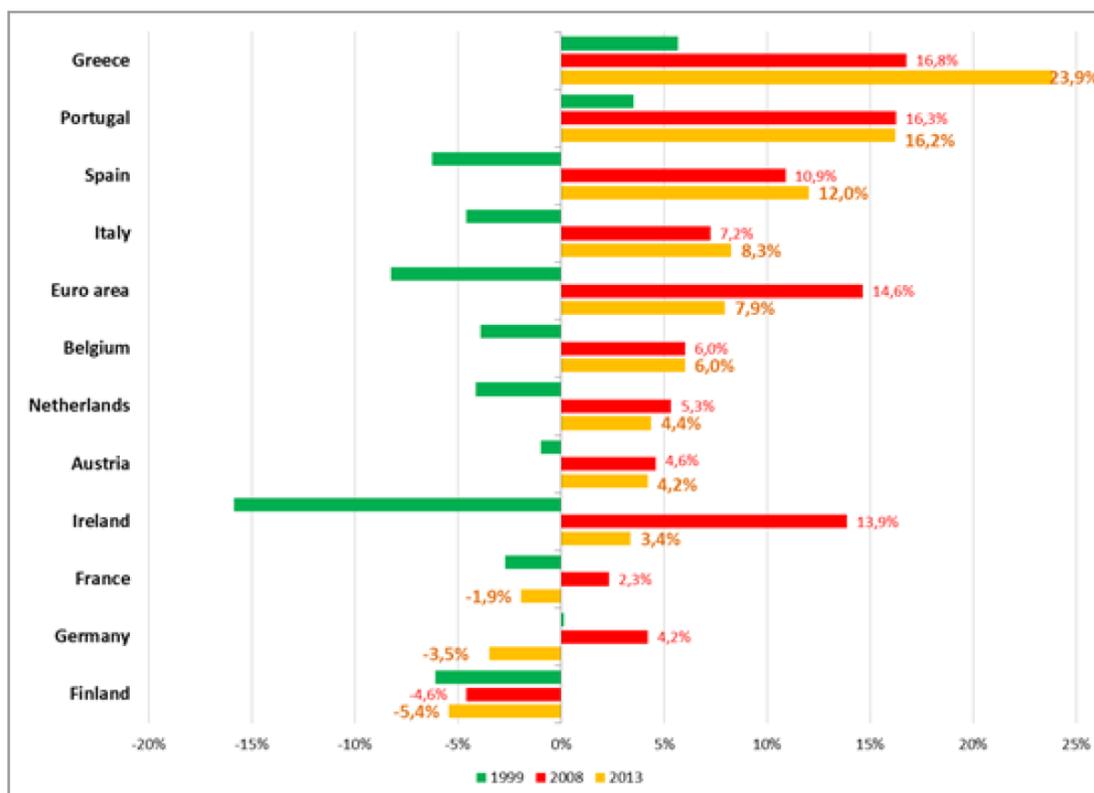


Figure 12: Evolution des mésalignements du taux de change réel intra-zone Euro: une valeur positive (négative) indique une surévaluation et donc une perte de compétitivité (sous-évaluation et donc un gain de compétitivité). Source: Coudert et al (2014).

Au final, les politiques économiques préconisées par la Troïka n'ont pas réussi à corriger les problèmes de compétitivité qui était au cœur du déclenchement de la crise de la dette souveraine en Europe. On observe même que ces politiques n'ont fait qu'aggraver les déséquilibres structurels préexistants. Par conséquent, l'amélioration des comptes courants observés dans les pays périphériques, depuis 2010, ne peut pas être considérée comme un phénomène durable car la question de la surévaluation de la monnaie de ces pays n'a pas été réglée.

Persistance des déséquilibres externes et ajustement asymétrique au sein de la zone euro

L'instauration de l'UME en favorisant la mobilité du capital au sein de la zone euro a été un facteur de blocage du mécanisme qui permettrait de rétablir automatiquement l'équilibre et de corriger les pertes de compétitivité. Toutefois, depuis la crise de la dette souveraine, si un certain rééquilibrage des déséquilibres externes a commencé à apparaître au sein des pays périphériques, ceci n'est pas le cas dans les pays du nord et notamment en l'Allemagne.

La question de la persistance des déséquilibres et de leur ajustement renvoie au vieux débat initié par Keynes au moment de la création du FMI. Pour Keynes (1942), la charge de l'ajustement des déséquilibres devait porter à la fois sur les pays excédentaires mais aussi sur ceux en déficit. Cependant, la Commission européenne a instauré une asymétrie entre les pays en surplus et les pays déficitaires. Depuis l'instauration des nouvelles règles de surveillance des déséquilibres, un mécanisme d'alerte n'est déclenché pour les pays excédentaires que si le surplus dépasse 6% du PIB contre seulement un déficit de 4% dans le cas opposé. En novembre 2013, deux pays excédentaires ont été rajouté à la liste des pays en déséquilibre externe excessif : l'Allemagne et le Luxembourg¹². Très rapidement, les autorités allemandes se sont opposées aux recommandations préconisées par la Commission au motif que ce n'était pas aux pays excédentaires de modifier leur politique économique pour s'ajuster. On peut citer, par exemple, le discours tenu par le président de la banque centrale allemande Jens Weidman : « *stimulating German demand cannot be a substitute for removing rigidities in the deficit countries* » and that Germany's current account surpluses stem from an interplay of various factors, most importantly "fundamentals" such as demographics and Germany's stage of development, and are therefore not likely to change any time soon » (Weidmann 2014).

Comme le souligne Williamson (2011), l'idée de rendre les pays en surplus aussi responsables des déséquilibres que les pays en déficit est fragilisée par l'impossibilité de déterminer si l'excédent est excessif. Récemment, Gossé & Serrano (2014) développent une méthodologie nouvelle qui permet de définir une norme de long terme des balances courantes et ainsi de comparer la situation des comptes courants par rapport à cette norme. Ces auteurs montrent que, depuis la création de l'euro, les soldes des comptes courants des pays du nord de l'Europe (Finlande, Autriche, Pays-Bas et Allemagne) ont divergé de façon significative par rapport à leur niveau structurel. Au sein des pays périphériques (Grèce, Irlande, Italie, Portugal et Espagne) la situation est plus nuancée : à l'exception notable de la Grèce et de l'Espagne, les soldes externes des autres pays sont beaucoup plus en phase avec leur cible de long terme.

Après le déclenchement de la crise de la dette, les soldes des comptes courants ont commencé à converger vers leurs valeurs d'équilibre en Finlande, aux Pays-Bas et en Espagne ; mais il reste encore beaucoup à faire en Autriche, en Grèce et en Allemagne. Ces auteurs montrent enfin que la vitesse de convergence de comptes courants vers la norme de long terme est beaucoup plus rapide dans les pays en déficit que dans ceux en excédent. Un autre résultat remarquable de ce travail est de montrer que, depuis 2003, les principaux pays du Nord de la zone euro n'ont montré aucune tendance à la réduction de leur surplus excessif¹³. L'existence de cette asymétrie rend encore plus difficile l'ajustement des pays périphériques.

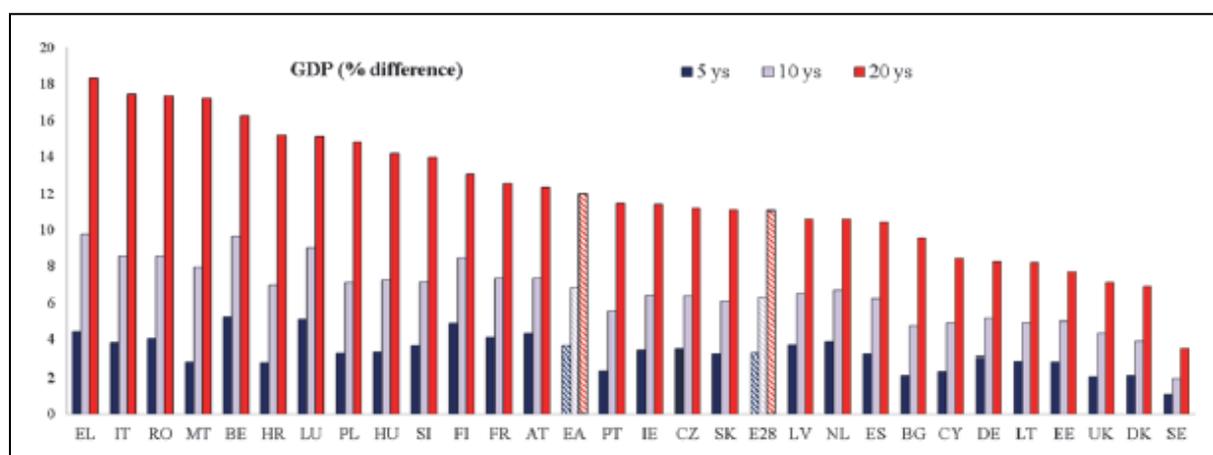
¹² European Commission (2013) : "Alert Mechanism Report 2014." 13 November 2013, disponible sur le site: ec.europa.eu/europe2020/pdf/2014/amr2014_en.pdf.

¹³ Une explication possible à l'absence de correction des déséquilibres excessifs des balances courantes sur le long terme pourrait provenir des mésalignements du taux de change réel. Comme on l'a vu dans le paragraphe précédent, les politiques économiques menées n'ont pas permis de résorber les désajustements du change mais elles ont au contraire aggravé les écarts de compétitivité préexistants (Duwicquet et al., 2013).

Les effets des politiques structurelles sur la croissance de long terme : la solution miracle ?

D'après la Commission européenne, la mise en place de politiques structurelles du côté de l'offre, à savoir une libéralisation accrue du marché des biens et la flexibilisation du marché du travail, devrait permettre de relancer la croissance potentielle des pays périphériques et faciliter l'ajustement des déséquilibres externes. En effet, ces politiques, en boostant la productivité des facteurs à long terme, permettraient de réduire les écarts de compétitivité entre pays puisqu'elles auraient les mêmes effets sur les coûts unitaires salariaux qu'une baisse des salaires. La dérégulation du marché des biens en réduisant les barrières à l'entrée, en accroissant la concurrence devrait réduire les prix et accroître l'innovation et donc la productivité. De plus, une réduction des rigidités du marché du travail permettrait aux salariés de passer plus rapidement du chômage à l'emploi, mais aussi de faciliter les réallocations de l'emploi des secteurs protégés vers les secteurs exportateurs.

Dans un article récent publié par la Commission, Varga & In't Veld (2014) estiment les effets positifs de ces politiques structurelles sur le PIB potentiel des pays membres de l'Union Européenne. A partir du modèle macro-économétrique QUEST, ils quantifient l'impact en termes d'accroissement du PIB potentiel de la libéralisation du marché des biens, d'une flexibilisation accrue du marché du travail et d'une amélioration de la qualification de la main d'œuvre. La figure 13 reproduit leur résultat pour la zone euro et les 28 pays membres de l'UE. Comme il était attendu, les effets positifs des politiques structurelles ne sont vraiment significatifs qu'à long terme. Ainsi, la mise en place de cette politique d'offre devrait améliorer le PIB potentiel de la zone euro d'environ 4% à un horizon de 5 ans, 12% à 10 ans et enfin 17% à 50 ans. La décomposition de cet effet moyen par pays donne des résultats intéressants. Ainsi les pays qui bénéficieraient le plus de la mise en place de ces politiques structurelles seraient la Grèce et l'Italie qui verraient leur PIB potentiel s'accroître d'environ 18% et 17% respectivement à l'horizon de 20 ans contre seulement 12% pour le Portugal et l'Irlande et 10% pour l'Espagne¹⁴.



¹⁴ Dans le même temps, la France et l'Allemagne verraient leur PIB potentiel s'accroître de 13% et 9% respectivement à l'horizon de 20 ans. On voit immédiatement qu'à part dans le cas de la Grèce et de l'Italie, les écarts de croissance entre les pays périphériques et ceux du nord seraient trop faibles pour pouvoir permettre de résorber les déséquilibres externes.

Figure 13 : Les effets des politiques structurelles sur le PIB potentiel (Source, Varga & In't Veld, 2014)

Même si les effets attendus de la mise en place de politiques structurelles ne sont pas négligeables, il est utile de les comparer aux pertes subies par les différents pays suite à la crise financière de 2008 pour avoir un ordre d'idée des grandeurs en jeu. Ball (2014) propose une méthode simple pour quantifier ces pertes. À partir de la méthodologie d'estimation du PIB potentiel développée par l'OCDE, il propose de comparer le PIB potentiel estimé par cette organisation en 2015 à celui qui aurait dû prévaloir en 2015 si on avait prolongé le PIB potentiel évalué en 2007¹⁵. Selon Ball (2014), l'écart ainsi observé ne peut provenir que des effets de la crise financière. La figure 14 présente le montant des pertes selon la méthodologie de Ball pour 23 pays de l'OCDE. Les différences entre pays sont extrêmement fortes : la perte du PIB potentiel est ainsi comprise entre -1% et 35% selon les pays. En 2015, la Suisse est le seul pays dont le niveau du PIB potentiel est supérieur à celui qui aurait dû prévaloir si la crise n'avait pas eu lieu. L'Australie est le pays dont la perte est la plus faible, de l'ordre de 2%. La crise financière a entraîné une perte du PIB potentiel de l'ordre de 5,33% aux États-Unis, de 9,57% au Japon et de 12,37% au Royaume-Uni. Au sein de la zone euro, les différences sont de nouveau très marquées : les pertes ont été d'environ 3,39% en Allemagne, de 8,58% en France, de 12% en Italie, de 13,74% au Portugal, de 22,33% en Espagne, de 34,15% en Irlande et de 35,4% en Grèce. Les résultats empiriques de Ball (2014) montrent que, sur une période de 8 ans, les pertes de PIB potentiel dans les pays périphériques du fait de la crise sont sans commune mesure avec les gains attendus des politiques structurelles à moyen terme estimés par la Commission.

Enfin, dans la dernière édition des Perspectives de l'économie mondiale, le FMI propose une évaluation empirique des effets des politiques structurelles sur la croissance de la productivité sur un panel de 23 secteurs de 11 pays avancés sur la période 1970-2007 (WEO, IMF, April 2015). La variable expliquée est la productivité globale des facteurs et la spécification empirique repose sur le modèle dit de « distance à la frontière technologique » : plus le niveau technologique d'un secteur est éloigné de la frontière technologique et plus le taux de croissance de la productivité globale des facteurs devraient être important. Deux types de politiques structurelles sont analysés : accroissement de la concurrence sur le marché des biens et services et dérégulation du marché du travail. Le résultat le plus remarquable de cette étude est de montrer que la flexibilisation du marché du travail n'a aucun impact sur le taux de croissance de la productivité aussi bien à court terme qu'à long terme. Les effets estimés de la dérégulation sur le marché des biens et services dépendent du type de secteur étudié. Ainsi, ces effets ne sont pas significatifs dans le secteur manufacturier mais ils le sont dans le secteur des services. Les déterminants essentiels de la croissance de la productivité sont le capital humain (le ratio des travailleurs qualifiés sur celui des non qualifiés), les dépenses en R&D, l'utilisation des TIC et le capital public (à savoir le niveau des infrastructures). Par conséquent, si la Troïka voudrait mettre en place des politiques structurelles efficaces dont

¹⁵ Ball (2014) utilise alors le taux de croissance moyen estimé entre 2000 et 2007 pour prolonger les données de PIB potentiel.

l'objectif serait d'améliorer les capacités productives de long terme des pays, elle devrait plutôt se concentrer sur ces déterminants de la productivité plutôt que de promouvoir des politiques de dérégulation des marchés et notamment celui du travail.

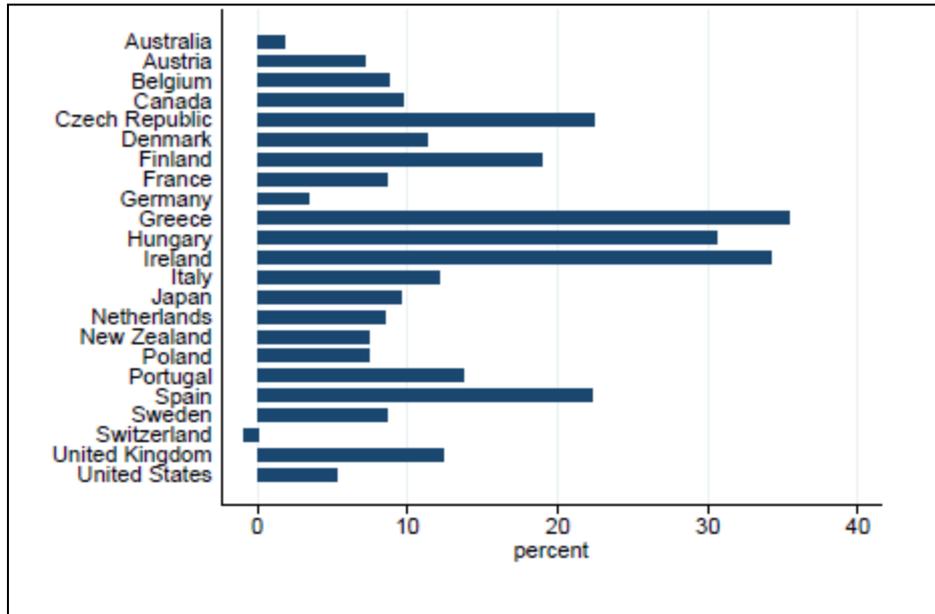


Figure 14 : Estimation des pertes en termes de PIB potentiel entre 2007 et 2015 (Ball, 2014)

Conclusion

L'objectif de cette note était de faire un bilan des travaux récents des effets des politiques économiques préconisées par la Troïka dans la résorption de la crise de la dette européenne. Pour l'instant, la seule réponse apportée par la Troïka est la politique d'austérité et de dévaluation interne à court terme et la mise en place de politiques structurelles de libéralisation des marchés à long terme. Ces préconisations nous ramènent donc une trentaine d'année en arrière à la période où le consensus de Washington dominait les débats et où le FMI imposait des plans d'ajustement structurel draconiens aux pays en développement¹⁶.

Comme nous l'avons montré dans la première section, la mise en place de ces plans d'ajustement structurel dans les pays périphériques de la zone euro provenait d'une interprétation erronée des origines de la crise de la dette souveraine. Pour la Commission européenne, la crise était due aux politiques budgétaires laxistes menées par les pays

¹⁶ Il est important de remarquer, toutefois, que parmi les trois organisations composant la Troïka, le FMI est celle qui est la moins dogmatique. En effet, le FMI a reconnu par la voix de son directeur de la recherche, Olivier Blanchard, que l'institution avait sous-estimé systématiquement l'ampleur des multiplicateurs budgétaires en période de crise et donc les effets récessifs importants des politiques d'austérité (Blanchard & Leigh, 2013).

périphériques et la difficulté à s'ajuster à « moindre coût » provenait de rigidités structurelles qui empêchaient le bon fonctionnement des marchés. Comme nous l'avons montré, la crise s'explique essentiellement par une crise classique de la balance des paiements du fait de l'aggravation des écarts de compétitivité entre les pays du noyau et ceux de la périphérie. Ces écarts étant devenus insoutenable, les pays périphériques ont connu un arrêt des entrées de capitaux privés. La zone euro a évité l'implosion car les capitaux publics se sont substitués à ceux privés grâce au système TARGET 2 mis en place par la BCE.

Quels ont donc été les effets de ces plans d'ajustement structurel? Dans la deuxième section, nous avons montré qu'un processus d'ajustement était bien à l'œuvre dans les pays périphériques. La dévaluation interne a bien permis une baisse de leur coût unitaire salarial et donc une amélioration de leur compétitivité prix. Cependant, nous avons aussi montré que cette baisse provenait essentiellement de facteurs cycliques. L'ajustement des balances courantes s'explique essentiellement par une réduction importante des importations dont l'origine est la récession causée par les politiques d'austérité. La baisse du coût unitaire salarial résulte de l'augmentation de la productivité qui découle elle-même du chômage de masse subi par ces pays. Cette réduction du coût unitaire salarial a donc été obtenue par une baisse de l'emploi pour plus forte que la chute du PIB dans les pays périphériques. Comprimer la demande agrégée des pays périphériques pour créer une récession et du chômage ne peut pas être une politique défendable à long terme, cette politique ne peut amener la zone euro qu'au bord du gouffre de la déflation. Par ailleurs, cette politique n'a pas permis non plus de résorber les mésalignements de taux de change réel qui mesurent les écart structurels de compétitivité entre pays.

Ces résultats suggèrent donc que l'ajustement des déséquilibres intra-européens ne peut se réaliser que si les politiques économiques sont profondément remaniées aussi bien dans le Nord que dans la périphérie de la zone. Si les pays du Nord de l'euro refusent la mise en place de mécanismes automatiques de transferts vers les pays en crise ; alors les effets négatifs des politiques d'austérité menées par les pays périphériques, nécessaires pour rétablir leur compétitivité, doivent être contrebalancés par des politiques de soutien à la demande agrégée dans les pays du Nord. Ces politiques économiques peuvent passer par des déficits publics plus importants au Nord, des hausses de salaires et une politique de change de l'euro active. Si de tels changements ne sont pas mis en œuvre, alors la probabilité que la zone euro rentre dans une période de « *décennie perdue* » sera très forte (Carton et al., 2014)

Bibliographie :

Alessandrini P., Fratianni M., Hallet A. H. & A. F. Presbitero (2014) : « External Imbalances and Fiscal Fragility in the Euro Area », *Open Economic Review*, vol 25 pp 3-34.

Argyrou, M. & G. Chortareas (2008) : « Current account imbalances and real exchange rates in the euro area », *Review of International Economics*, vol 16, pp 747-764.

Ball L. (2014) : « Long-term damage from the Great Recession in OECD countries », NBER Working Paper n°20185, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.

Barrios S., P. Iversen, M. Lewandowska, R. Setzer (2009) : « Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis », European Economy Economic Papers n° 338, European Commission.

Blanchard, Olivier and Francesco Giavazzi, “Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle”, *Brooking Papers on Economic Activity* **33** (2002).

Blanchard Olivier & Daniel Leigh (2013): “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers,” American Economic Review, American Economic Association, vol. 103(3), pages 117-20, May.

Blanchard Olivier & Gian Maria Milesi-Ferretti (2010): “Global Imbalances: In Midstream?”, CEPR Discussion Papers 7693.

Belke, Ansgar & Christian Dreger, “Current Account Imbalances in the Euro Area: Does Catching-up Explain the Development?”, *Review of International Economics* 21(1) (2013): pp. 6–17.

Boeckx J. (2012): “What is the role played by the Eurosystem during the financial crisis, NBB Economic Review, September, pp 7-28, National Bank of Belgium.

Carton B., Héricourt J. & F. Tripier (2014) : « Can the Euro Area avoid a « Lost Decade » », Policy Brief n°2, April, CEPII.

Carton B. & K. Hervé (2013) : « Is there any rebalancing in the Euro Area ? », Working Paper n°2013-32, october, CEPII.

Chen R., Gian Maria Milesi-Ferretti and Thierry Tresselt (2013): “External Imbalances in the Eurozone”, *Economic Policy* (2013), January 101–142.

Chouaib E. & A. Jeannerat (2014) : « La crise de la dette en Europe », Miméo, HEC Montreal, Canada.

Clévenot M. & V. Duwicquet (2011) : « Partage du risque interrégional : une étude des canaux budgétaires et financiers aux Etats-Unis et en Europe », *Revue de l’OFCE*, n°119, pp 5-33.

Coudert V., Couharde C. & V. Mignon (2014) : « Adjustment policies in the Southern European countries : Have they solved the overvaluation problem ? », article présenté au colloque « 20th Conference on Alternative Economic Policy in Europe », Euromemo Group, in Rome on 25-27 september.

Coudert V., Couharde C. & V. Mignon (2013) : « On currency misalignments within the euro area », *Review of International Economics*, vol 21(1) pp 35-48.

De Grauwe P. (2013) : “Design Failures in the Eurozone – Can They Be Fixed?” LSE ‘Europe in Question’ Discussion Paper Series, LEQS Paper No. 57/2013, London School of Economics and Political Science.

De Grauwe P. (2011): “The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?”. CesIfo Working Paper No. 3569.

De Grauwe P. (2011), “The management of a fragile Eurozone,” working paper, CEPS, April.

De Grauwe P. (2009): “The Fragility of the Eurozone's Institutions”, *Open Economies Review* 21 (1), pp 167-174.

De Grauwe P. & Y. Yi (2013). “Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications.” 25 February 2013, *Social Europe Journal*, available at: <http://www.socialeurope.eu/2013/02/panic-driven-austerity-in-the-eurozone-and-its-implications/>.

Dodig N. & H. Herr (2015): « EU policies addressing current account imbalances in the EMU: An assessment », Working Paper, Institute for International Political Economy Berlin, No. 46/2015

Duwicquet V., Mazier J. & J. Saadaoui (2013) : « Désajustement de change, fédéralisme budgétaire et redistribution », *Revue de l’OFCE*, vol 27 pp 57-96.

IMF (2015) : « Where are we headed ? Perspectives on potential output », *World Economic Outlook*, issue April 2015 chapter 3, Washington IMF.

Gossé, Jean Baptiste & Francisco Serranito, “Long run Determinants of the Current Account in OECD Countries: Lessons for intra-Euro Imbalances”, *Economic Modelling*, vol 38, February, pp 451–462.

Gros D. (2011): “Speculative attacks within or outside a monetary union: default versus inflation (what to do today)”, Policy Brief n° 257, CEPS.

Hale G. (2013): “Balance of payments in the European periphery”, FRBSF Economic Letters, n°2013-01, January.

Jaumotte, Florence, Sodsriwiboon, Piyaporn (2010) : « Current account imbalances in the Southern Euro Area », IMF Working Papers 10/139.

Kang J ; S. & J. C. Shambaugh (2014) : « Progress towards external adjustment in the Euro Area Periphery and the Baltics: many paths to the same endpoint », IMF working paper n° 13/169, July, Washington IMF.

Kang J ; S. & J. C. Shambaugh (2013) : « The evolution of current account deficits in the Euro Area Periphery and the Baltics », IMF working paper n° 14/131, July, Washington IMF.

Keynes John Maynard (1942/1969) : « Proposal for an international clearing union », in *The International Monetary Fund 1946-1965*, 3, ed. J. K. Horsfield, Washington DC: International

Monetary Fund.

Krugman P. (2013) : «Currency regimes, Capital flows, and Crises », Paper presented at the 14th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the International Monetary Fund Washington, DC—November 7–8.

Merler S. & J. Pisani-Ferry (2012): “Sudden Stops in the Euro Area”, Bruegel Policy Contribution, n°2012/06, March.

Shambaugh J. C. (2012) : « The Euro's three crisis », Brookings Papers on Economic Activity Spring.

Tressel T. & S. Wang (2014): “Rebalancing in the Euro Area and cyclical of current account adjustments”, IMF working paper n° 14/130, July, Washington IMF.

Tressel T., Wang W., Kang J. S. & J. C. Shambaugh (2014): “Adjustment in Euro Area Deficit countries: Progress, challenges and policies”, IMF Staff Discussion Note 14/07, Washington IMF.

Williamson, John, “Getting Surplus Countries to Adjust”, Peterson Institute for International Economics Policy Briefs 11–1, (2011).

Varga J. & J. In't Veld (2014): “The potential growth impact of structural reforms in the EU: A benchmark exercise”, European Economy Economic Papers n° 541, European Commission.

Weidman, Jens. 2014. “External imbalances in the euro area.” Speech at the International Business Cycle Conference, Kiel Institute for the World Economy, Kiel, 17 March 2014.

Tableau 1: Evolution des données budgétaires : comparaison entre pays de la zone Euro, des Etats-Unis, du Royaume-Uni et du Japon

Pays	Dettes sur PIB *					Solde budgétaire sur PIB **					Solde budgétaire primaire sur PIB * et **				
	1990	1999	2007	2009	2013	1990	1999	2007	2009	2013	1990	1999	2007	2009	2013
Autriche	56,2	66,8	60,2	69,2	74,5	-2,6	-2,4	-1,0	-4,1	-1,5	1,1	1,1	1,9	-1,3	1,0
Belgique	125,6	113,6	84,0	95,7	101,5	-6,8	-0,7	-0,1	-5,6	-2,7	4,3	6,2	3,8	-1,9	0,6
Finlande	14,0	45,7	35,2	43,5	57,0	5,4	1,7	5,3	-2,7	-2,5	6,8	4,7	6,8	-1,3	-1,2
France	35,2	59,0	64,2	79,2	93,5	-2,5	-1,8	-2,8	-7,5	-4,3	0,2	1,2	0,0	-5,0	-2,0
Allemagne	39,5	61,3	65,2	74,5	78,4	-2,9	-1,6	0,2	-3,1	0,0	-0,2	1,6	3,0	-0,4	2,2
Grèce	71,7	94,9	107,3	129,7	175,1	-14,2	-3,1	-6,8	-15,6	-12,7	-5,1	4,3	-2,0	-10,5	-8,7
Irlande	92,0	47,0	24,9	64,4	123,7	-2,7	2,5	0,2	-13,7	-7,0	5,0	4,9	1,2	-11,6	-2,5
Italie	94,3	113,1	103,3	116,4	132,6	-11,4	-2,0	-1,6	-5,4	-2,8	-1,4	4,6	3,4	-0,8	2,2
Pays-Bas	76,8	61,1	45,3	60,8	73,5	-5,0	0,4	0,2	-5,6	-2,4	0,5	4,7	2,4	-3,4	-0,7
Portugal	53,3	51,4	68,4	83,7	129,0	-6,1	-3,1	-3,2	-10,2	-5,0	1,8	-0,2	-0,2	-7,3	-0,6
Espagne	42,7	62,4	36,3	54,0	93,9	-7,2	-1,3	2,0	-11,1	-7,1	-2,1	2,2	3,6	-9,3	-3,7
Zone Euro à 12 pays	57,3	72,0	66,9	80,7	95,7	-7,5	-1,5	-0,7	-6,3	-3,0	-2,1	2,6	2,3	-3,5	-0,1
Japon	67,0	131,9	183,0	210,2	244,0	2,0	-7,1	-2,1	-8,8	-9,0	5,6	-3,8	-0,2	-6,8	-6,9
Royaume-Uni	33,0	43,0	43,7	67,1	90,6	-1,8	0,9	-2,8	-11,3	-5,8	1,8	3,7	-0,7	-9,4	-2,8
Etats-Unis	62,0	58,9	64,4	86,3	104,5	-4,7	0,0	-3,6	-12,7	-6,2	1,0	4,1	0,0	-9,0	-2,5

* les données pour l'Allemagne et la zone euro débutent en 1991

** Les données pour l'Espagne débutent en 1995

Source: AMECO, Commission Européenne

