

Un modèle suédois pour la résolution de la crise de la dette souveraine en Europe

Meixing Dai*, Nicolas Mazuy# et Marie-Claude Rioux#

La double crise bancaire et souveraine dans plusieurs pays de la zone euro incite à chercher des solutions innovantes et à revisiter des solutions ayant déjà fait leur preuve. L'expérience suédoise de la résolution d'une crise immobilière et bancaire dans les années 1990, qui a engendré un quasi doublement de la dette publique, peut se révéler fort instructive pour inspirer les décideurs politiques européens à trouver leurs propres solutions aux crises de la zone euro.

Depuis plusieurs années, l'ensemble des pays de l'Union économique et monétaire (UEM), subissent directement ou indirectement des crises bancaire et souveraine qu'ils ne parviennent pas à endiguer. Certains pays membres de l'UEM sont confrontés à un dilemme. En enchaînant les plans de rigueur budgétaire, ils récoltent à court terme la récession, la hausse du chômage, et souvent même l'aggravation des déficits publics là où on attend leur résorption. Sans ces plans, les investisseurs ne veulent plus détenir leurs dettes. Les opérateurs financiers doutent qu'il y ait une résolution rapide et efficace de cette crise et imaginent des scénarios catastrophiques comme la faillite de nombreuses banques, l'insolvabilité des certains États et même une désintégration de l'UEM, avec des répercussions potentiellement très négative pour l'économie mondiale.

Dans ce contexte, l'expérience de la Suède durant les années 1990 est riche en enseignements pour ceux qui cherchent à résoudre la double crise bancaire et souveraine qui sévit dans l'UEM car ce pays a connu une situation semblable à celle que connaissent actuellement certains pays de l'UEM : une crise immobilière et bancaire au début des années 1990 qui a entraîné un quasi doublement de la dette publique à 84,4 % du PIB en 1995, à peine inférieur à la moyenne de la zone euro en 2012 (88,7 % du PIB). La Suède a su entreprendre les réformes nécessaires pour échapper à une spirale négative et pour devenir un modèle en matière d'assainissement des finances publiques.

Cet article examine d'abord l'origine et la résolution de la crise suédoise ainsi que le

modèle de gestion des finances publique adopté par la Suède pour réduire sa dette publique. Il analyse ensuite la similitude entre la crise suédoise et celle de l'UEM pour savoir si le modèle suédois peut apporter des pistes de solution, voire, LA solution, pour sortir l'UEM de sa crise actuelle.

1. La crise suédoise des années 1990

La Suède, une petite économie très ouverte, a accumulé d'importants déséquilibres macroéconomiques depuis les années 1970 avant de connaître une libéralisation financière débridée, suivie par des crises bancaires, immobilières et de change au début des années 1990.

Les déséquilibres macroéconomiques et financiers

Dans les années 1970, la situation macroéconomique en Suède est décevante en comparaison avec la plupart des pays développés. Elle est caractérisée par un taux de croissance de 1,9 % contre 3,1 % pour des pays de l'OCDE, une inflation de 10 %, et des dévaluations répétitives. Le taux de chômage très bas en Suède reflète davantage les interventions publiques sur le marché du travail que la bonne santé de l'économie. Ces résultats économiques coïncident avec, ou apparaissent après un certain nombre de réformes et développements économiques et politiques qu'on appellera plus tard le « modèle suédois », ¹ dont une

¹ Voir M. Falkehed (2005), *Le modèle suédois*, Ed Payot, Coll. petite bibliothèque Payot ; J.-F. Vidal (2010), "Crisis and changes in the Swedish social-democrat model," *Revue de la régulation : capitalisme*,

*Université de Strasbourg (BETA). # Université de Strasbourg.

caractéristique prééminente est l'expansion rapide et continue de l'État providence. Ayant fixé l'objectif prioritaire de maintenir un faible taux de chômage, le gouvernement accroît sans cesse les effectifs du secteur public pour faire face au déclin continu de l'industrie suédoise depuis les années 1960. Ainsi, le taux de chômage n'est que 1,4 % en 1989 malgré la chute des emplois industriels, au prix d'un haut niveau de dépenses publiques dépassant 60 % du PIB au début des années 1990 (avec un maximum égal à 71 % en 1993).

L'économie suédoise connaît une dégradation structurelle du solde de sa balance commerciale, impliquant une surévaluation de la couronne suédoise par rapport aux autres monnaies faisant partie du SME. Cette situation est le reflet d'un taux d'inflation avoisinant 10 % dans les années 1970 et au début des années 1980, induit par une inflation salariale élevée. L'absence de chômage, donc de réserve de main d'œuvre, laisse un avantage indiscutable aux employés et aux syndicats qui font pression sur les entreprises pour renégocier sans cesse des hausses de salaire malgré l'objectif gouvernemental de maintenir le coût du travail constant pour ne pas pénaliser les exportations. Pour restaurer la compétitivité de l'économie nationale, la Banque de Suède (Banque centrale suédoise) a dévalué plusieurs fois la couronne mais cela n'apporta que des solutions temporaires.

La dévaluation de 1982 et par la suite la déréglementation des marchés de crédit et de changes vont entraîner un boom du crédit, qui sera à l'origine de la crise immobilière et financière. Dans une course effrénée aux crédits, la notion de risque de défaut est complètement évacuée du raisonnement financier par beaucoup de banquiers. Entre 1986 et 1990, l'encours de crédits a fait un bond en avant de 130 % soit un taux de croissance de plus de 20 % par an, élevant le taux d'endettement privé qui passe de 102 % du PIB en 1985 à 149 % du PIB en 1990. Les banques suédoises contractent massivement des emprunts libellés en devise à bas taux sur le marché financier international pour financer des prêts libellés en couronne aux agents nationaux avec des marges très élevées. Ce décalage entre devises utilisées pour libeller les engagements et les obligations expose particulièrement les banques aux risques de variation des taux de change.

Le boom du crédit s'est accompagné d'une inflation en baisse par rapport au début des an-

institutions, pouvoirs 8(2).

nées 1980 et d'une hausse des prix des actifs qu'on peut qualifier de bulle. En effet, les prix de l'immobilier résidentiel et de l'immobilier mixte (commercial et résidentiel) ont augmenté d'environ 115 % et 198 % respectivement entre 1983 et 1991 ². La bourse n'est pas en reste, ainsi elle augmente de 42 % pour la seule année 1989. Le boom du crédit ainsi que les effets de richesse résultant de la hausse des prix des actifs sont propices à une croissance relativement forte et à une amélioration significative des finances publiques.

Déclenchement, déroulement et gestion de la crise

Plusieurs facteurs, comme le ralentissement économique dans la plupart des pays de l'OCDE et la hausse des taux d'intérêt internationaux, vont arrêter ce processus d'emballage de l'économie suédoise en déclenchant une crise. La hausse du taux allemand a joué un rôle particulièrement important. Pour attirer des capitaux afin de financer la reconstruction de l'Allemagne de l'Est, la Bundesbank a augmenté ses taux d'intérêt, ce qui implique qu'une dévaluation de la couronne est nécessaire pour maintenir l'équilibre externe de la Suède. Refusant cette solution par crainte des effets de bilan néfastes pour les banques nationales, la Banque de Suède a fait le choix à partir de mai 1991 d'ancrer la couronne suédoise à l'ECU (*European Currency Unit* ³) et se voit dans l'obligation d'augmenter elle aussi les taux d'intérêt. Le renchérissement du coût réel de crédit, renforcé par une inflation en forte baisse due à la récession en cours, a eu pour effet de provoquer un effondrement du marché immobilier, entraînant ainsi l'éclatement de la bulle immobilière avec un prix chutant de 27 % pour la catégorie mixte et de 20 % pour la catégorie résidentielle pour 1992 et 1993. La crise immobilière a débouché rapidement sur une crise bancaire car les faillites et les difficultés des entreprises du secteur de la construction entraînent des pertes très importantes estimées au total à près de 17 % des prêts.

Cette crise a entraîné une forte baisse d'activité dans le secteur de la construction et voit ses effets se propager rapidement via d'autres canaux dans l'économie. Les pertes ont conduit les banques à réduire les crédits. La baisse des prix immobiliers engendre un effet de richesse négatif qui est d'autant plus fort que les crédits à la consommation sont couramment

² Voir <http://www.scb.se/Pages/TableAndCha...>

³ C'est une unité de compte qui correspond à la valeur d'un panier de monnaies des États membres du SME.

adossés à la valeur libre (la différence entre la valeur hypothécaire et la valeur de marché). Face à une demande globale très dégradée, les entreprises ont amorcé un déstockage et ont diminué leurs investissements. L'économie suédoise est confrontée alors à une crise économique sans précédent depuis les années 1930. Son taux de croissance qui est de 3 % en moyenne avant la crise passe à -1,5 % durant 3 ans (de 1991 à 1993), ce qui correspond à une baisse cumulée représentant 5 % du PIB. Le taux de chômage passe de 2,1 % en 1990 à 6,6 % en 1992 puis, à plus de 10 % en 1996.

La perte de confiance dans l'économie et surtout dans le secteur bancaire a rendu inévitable une crise de change. Pour contrer les attaques spéculatives contre la couronne, la Banque de Suède a dû relever son taux d'intérêt directeur pour le porter en septembre 1992 à 500 % pendant quelques jours. Face à l'épuisement rapide de son stock de devises, la Banque de Suède a accepté de laisser flotter la couronne qui chute instantanément de 11,5 % et perd rapidement jusqu'à 23 % de sa valeur par rapport à l'ECU. La dette des banques, dont une bonne partie est libellée en devises, explose.

Pour stabiliser son système financier et son économie, le gouvernement suédois fonde sa stratégie de résolution de la crise sur le principe de « sauver les banques mais pas les actionnaires ». En septembre 1991, L'État met en place la garantie massive de tous les dépôts et autres passifs bancaires (hors actions) à la première faillite bancaire et étend très rapidement la mesure à l'ensemble des banques. Le sauvetage des banques est fait par le biais de nationalisations totales (de deux banques sur sept grandes banques représentant 90 % des actifs bancaires) ou partielles. Le gouvernement met également en place une agence de résolution indépendante, et deux structures de défaisance (ou *bad banks*) dotées au total 34 milliards de couronnes (soit 2,2 % du PIB) ayant pour objectif d'écouler et de diluer les mauvais actifs des banques suédoises en évitant de les vendre à prix sacrifié. L'État réorganise le secteur bancaire après l'avoir assaini.

L'intervention rapide et massive de l'État a permis de sauver le système financier et de soutenir l'économie réelle. Le coût net pour les contribuables de cette crise bancaire, initialement estimé à 3,5 % à 4,5 % du PIB, est ramené à 1,5 % du PIB à la fin de la crise en 1997 et estimé nul ou quasi nul aujourd'hui compte tenu des revenus tirés de la liquidation des actifs.

État des lieux des finances publiques suédoises

L'accroissement de la dette publique suédoise est dû pour une petite partie à la résolution de la crise bancaire : Les nationalisations, ainsi que la création et la capitalisation des deux *bad banks* ont coûté l'équivalent de 4,7 %. Le creusement des déficits publics relève surtout d'une chute des recettes liée à la récession et d'une hausse de dépenses publiques. En faisant jouer à plein les stabilisateurs budgétaires automatiques pour soutenir l'activité, le gouvernement suédois a vu son budget passant d'un excédent de plus de 3 % du PIB en 1990 à un déficit record de 11,2 % en 1993 avec une moyenne de 9 % sur la période 1992-1995. La dette publique, qui s'était réduite pendant la période d'expansion d'avant la crise, augmente mécaniquement et double quasiment en terme de points de PIB sur la période 1990-1995 à 84,4 %. Pour éviter une crise de la dette souveraine privant son accès aux marchés financiers internationaux, le gouvernement va mettre en place des réformes et mesures structurelles majeures qui vont dissiper la crainte des marchés quant à l'éventualité d'une crise de la dette souveraine, construisant pas à pas, le modèle suédois de gestion des finances publiques.

2. Le modèle suédois de gestion des finances publiques

La prise de conscience de la gravité de la situation budgétaire conduit les sociaux-démocrates au pouvoir à travailler en étroite collaboration avec l'opposition pour réformer la sphère publique. Ils ont décidé de réformer l'ensemble du système suédois là où intervient l'État (l'éducation, le secteur public, la santé, le système de retraite, etc.), en cherchant à augmenter les performances quantitatives et à améliorer la qualité du service à tous les niveaux via des réformes structurelles.

Un ensemble de réformes structurelles efficaces

En 1992, suite au rapport de l'économiste suédois Assar Lindbeck proposant 113 mesures (dont 111 adoptées) pour assainir les finances publiques, un important programme de réformes et de consolidation budgétaire est mis en œuvre. Le rapport part de trois objectifs fondamentaux :

1. Rétablir la confiance des marchés financiers pour assurer que le gouvernement

puisse emprunter à des taux faibles en montrant que le pays entreprend les réformes nécessaires ;

2. Constituer des marges de manœuvre budgétaire suffisantes pour assurer une politique contra-cyclique de large envergure en cas de choc économique négatif grave ;
3. Assurer une équité intergénérationnelle pour ne pas faire peser le poids de la dette des anciens sur les plus jeunes dans un contexte de vieillissement de la population.

Les réformes incluent la réduction des taxes sur le revenu du capital et du travail pour encourager le travail et l'investissement, l'allongement de la période entre deux élections (passant de 3 à 4 ans) pour favoriser une préparation du budget plus rigoureuse, l'adhésion à l'UE et l'adoption du ciblage de l'inflation pour redonner la confiance aux marchés financiers, l'adoption du processus d'élaboration budgétaire « *top down* » pour maîtriser la dépense publique, le renforcement de la robustesse du système de retraite notamment en modulant les pensions en fonction des recettes, ainsi que la dérégulation, la privatisation et des mesures renforçant la concurrence.⁴ Bien que l'ensemble des réformes aient contribué à la résolution de la crise de la dette et à l'essor du modèle suédois, nous nous focalisons sur les réformes concernant les finances publiques sans chercher à passer en revue l'ensemble du travail qui a été accompli dans ce domaine.

La réforme du cadre de décision budgétaire

Le gouvernement suédois a entrepris un programme de consolidation visant à baisser le déficit de 7 % sur la période 1995-1997, dont la moitié à réaliser en 1995. La réduction du déficit se fait davantage via la réduction de dépenses publiques (à 80 %) que par la hausse des recettes fiscales.

Parallèlement, un nouveau processus budgétaire et des règles budgétaires sont introduits en 1996 ou par la suite pour diminuer la dette publique à partir de 1997⁵.

⁴ Voir L. Calmfors (2012), "Sweden - from Macroeconomic Failure to Macroeconomic Success," manuscrit, IIES, Stockholm University.

⁵ Voir M. Flodén (2012), "A role model for the conduct of fiscal policy ? Experience from Sweden," *CEPR Discussion Papers* 9095 ; F. Lemaitre, F. Kaplan, et N. De Tassigny (2006), "Politique et processus budgétaire de la Suède," Mission économique, Ministère de l'Économie, des Finances et du Commerce extérieur, France ; et R. Boije et A. Kainelainen (2012), "The importance of fiscal policy frameworks : Swedish experience of the crisis," in *Rules and Insti-*

Ce cadre budgétaire comprend un processus budgétaire « *top down* », le plafond budgétaire triennal, un objectif de surplus budgétaire, une obligation du budget équilibré au niveau des collectivités locales et un conseil budgétaire. Son application explique une bonne partie de la forte baisse de la dette publique suédoise depuis 1998 et est capitale dans le rétablissement des comptes publics⁶.

Avant la crise, le parlement validait le budget public qui représentait l'addition des budgets annuels préparés par les ministères. Après 1996, le budget suit un processus « *top down* », signifiant que le parlement fixe en fonction des prévisions de rentrées fiscales les grandes lignes prioritaires du budget et une enveloppe globale qui est ensuite répartie entre 27 postes de dépenses. Le budget voté en septembre fera l'objet d'un bilan de mi-parcours en avril pour faire le point sur les dépenses déjà engagées, effectuer d'éventuelles modifications pour les mois futurs et émettre des mises en garde en cas de dépenses excessives. Un poste de dépenses ne peut être déplafonné qu'en cas de situations exceptionnelles dans la limite de 10 % après validation du ministère des finances.

Le plafond budgétaire évite les externalités résultant du fait que les groupes d'intérêt profitent des dépenses supplémentaires dont le financement est supporté par l'ensemble des contribuables (actuels ou/et futurs). Le plafond oblige les responsables à faire un arbitrage entre les différents groupes d'intérêt et évite ainsi la tentation de toujours jouer le bienfaiteur, qui induit inévitablement un biais déficitaire dans l'ancien processus budgétaire.

Le budget triennal fait que les cycles électoraux ne viennent plus perturber l'élaboration du budget national. Le gouvernement fixe ainsi de grands objectifs pour les trois années à venir, le ministère des finances établit un plan de dépenses par postes en fonction de ces objectifs, et une loi de programmation budgétaire est établie pour l'année puis actualisée pour les deux suivantes. Une règle fondamentale s'impose en 1997 au gouvernement, obligeant ce dernier à dégager impérativement un excédent budgétaire d'au moins 2 % du PIB sur un cycle économique (qui dure cinq ans en moyenne). Ainsi, les déficits sont autorisés durant les mauvaises années, mais ils devront

tutions for Sound Fiscal Policy after the Crisis, 321-340, Proceedings of the Bank of Italy.

⁶ Flodén (2012), op. cit., a souligné l'importance des actifs (actions et participations dans les entreprises cotées et non cotées) pour réduire la dette publique (nette).

être compensés par des excédents dans la phase ascendante du cycle. Ce contrôle strict des dépenses et l'obligation d'excédents budgétaires au cours d'un cycle ne tardent pas à susciter des critiques quant à l'impossibilité pour l'État suédois de soutenir l'activité si l'économie subit un choc négatif majeur. Pour atténuer la « rigueur budgétaire », le gouvernement met une partie des excédents dans un fonds contra-cyclique pouvant être utilisé par les ministères et les collectivités locales pour engager des mesures exceptionnelles en cas de récession, après approbation du ministère des finances.

L'obligation des collectivités locales d'avoir un budget équilibré est introduite en 2000 et vise à éviter l'aléa moral. En fait, les responsables locaux sont tentés d'accroître les dépenses (donc des déficits) pour dorer leurs bilans avant une nouvelle élection alors que les prêteurs comptant sur le renflouement par l'État n'imposent pas une discipline suffisante via la limite du crédit et la hausse de la prime de risque incluse dans le taux d'intérêt. Toutefois, cette règle rend le budget des collectivités locales trop pro-cyclique et fait actuellement l'objet d'une réflexion de réforme.

Un conseil budgétaire est établi en 2007, composé des indépendants dont la plupart sont académiciens et économistes, avec pour mission de surveiller la politique budgétaire et d'évaluer la réalisation des objectifs. Il contribue ainsi à la transparence de la politique budgétaire en élevant les coûts de manque de crédibilité, ce qui renforce potentiellement la discipline budgétaire. Il est à souligner que cette dernière reflète une préférence de la société suédoise et est devenue une caractéristique permanente du système politique défendue par les principaux partis politiques.

Le rôle du contrôle dans l'élaboration et l'utilisation du budget

Le contrôle de la préparation du budget, de son allocation et du suivi de son utilisation est central dans le nouveau système suédois, construit grâce aux réformes issues du rapport Lindbeck. Deux agences de contrôle, rattachée respectivement au parlement et au ministère des finances, sont chargées d'étudier le projet de loi budgétaire, de proposer d'éventuelles modifications et de les approuver avant le vote au parlement. Le ministère des finances, au cœur du processus budgétaire, joue un rôle considérable. Il identifie les besoins financiers de chaque ministère et de chaque poste, et dé-

cide d'approuver ou non les budgets alloués, étudie les demandes de relèvement du plafond des dépenses, et enfin il contrôle l'efficacité et la compétitivité des administrations publiques via l'agence nationale d'audit.

Un « dégraissage » du secteur public

Suite aux réformes, l'État a pu réduire de façon substantielle le nombre de fonctionnaires tout en améliorant très significativement l'efficacité et la compétitivité des administrations publiques.

Pour inciter à la performance, le statut des fonctionnaires est aligné sur celui du privé avec la liberté pour les administrations de gérer leur recrutement. Les effectifs du secteur publics ont connu une baisse de 41 % sur la période 1991-1997 grâce à la généralisation des nouvelles technologies rendant le personnel public moins indispensable et plus efficace, et à la réorganisation de toute la structure publique consistant à réduire le nombre de ministères à 9 avec des composantes très spécialisées et à casser les monopoles publics pour laisser place à la libre concurrence, générant ainsi une baisse des prix pour les consommateurs et une amélioration du côté de l'offre. Une modification profonde du service public (services postaux, transports ferroviaires, écoles etc.) est entreprise de pair avec les privatisations. Désormais, les ministères jouent le rôle de coordinateur et de gestionnaire cherchant les meilleures sociétés pour assurer le service public. Cette méthode s'est révélée très efficace pour assurer une meilleure satisfaction des usagers des services publics tout en réduisant vite la part des dépenses publiques dans le PIB à partir de 1994.

3. Les similitudes entre la crise en Suède et celle de la zone euro

En évaluant le degré de similitudes entre les facteurs caractérisant la crise suédoise du début des années 1990 et celle de l'UEM depuis 2008, on peut savoir plus aisément si l'expérience suédoise de résolution de la crise bancaire et de réduction de la dette publique est utile pour la zone euro.

Une évolution semblable du crédit domestique

L'un des facteurs les plus influents dans la crise suédoise a certainement été l'expansion rapide du crédit domestique suite à la libérali-

sation financière des années 1980. En Europe, la libéralisation financière a été le moteur de l'intégration financière depuis les années 1980 et a favorisé l'essor des banques transnationales et les mouvements de capitaux transfrontaliers entre les pays excédentaires en capital et les autres pays qui en manquent, générant un boom du crédit. Tout comme en Suède avant la crise des années 1990, le crédit domestique privé a connu une hausse très rapide (153,5 %) dans l'UEM entre la fin 1997 et la fin 2008 et représente 140,6 % du PIB de la zone euro en 2008.

La formation d'une bulle immobilière dans les deux cas

Un autre facteur important, commun aux deux crises, est l'augmentation des prix des actifs avant 1990 dans le cas suédois et avant 2008 dans le cas de l'UEM. Durant la période précédant la crise, les pays membres de l'UEM, excepté quelques pays dont l'Allemagne, ont connu une forte hausse des prix immobiliers sur la période 2002-2007. Par exemple, le prix nominal des logements en Italie, en Irlande, en France et en Espagne ont augmenté respectivement de 59,9 %, 64,8 %, 92 % et 120,7 %.⁷

Il s'agit là des augmentations du prix immobilier largement supérieures à l'inflation, ce qui augure bien une formation de bulles immobilières due au crédit bon marché. La politique monétaire unique a sa part de responsabilité dans cette situation car une politique monétaire bien conçue pour la moyenne des économies de l'UEM peut s'avérer trop expansionniste pour certains pays membres, générant des bulles d'actifs du fait que le taux d'intérêt réel trop faible favorise les activités de crédit et les spéculations immobilières et financières.

Un creusement des déficits publics en Suède et dans la zone euro

Au niveau budgétaire, les pays de la zone euro présentaient de nombreuses périodes de déficit avant la crise tandis que la Suède avait réussi à enchaîner quatre années consécutives de surplus à hauteur de 3,3 % du PIB en moyenne. La moyenne des déficits de l'UEM cache d'énormes disparités entre les pays. On note que l'Irlande et l'Espagne ont dégagé des excédents budgétaires substantiels sur plusieurs années avant la crise alors que la Grèce a un déficit moyen de 5 % du PIB.

Les déficits publics suédois ont plus fortement augmenté durant la crise atteignant au plus

haut 11,2 % du PIB en 1993 avec une moyenne de 9 % sur la période 1992-1995. La moyenne des déficits budgétaires de la zone euro était moins élevée qu'en Suède durant sa crise (au plus haut 6,35 % du PIB en 2009 et une moyenne de 5,19 % sur la période 2009-2012 avec une disparité très importante entre les pays). Il est à noter que plusieurs pays (l'Irlande, le Portugal, la Grèce et l'Espagne) ont connu des déficits budgétaires beaucoup plus importants dans la crise actuelle que la Suède à l'époque. Par ailleurs, la crise de la zone euro est loin d'être terminée et des interventions publiques massives pour soutenir les banques et la croissance pourraient encore entraîner des déficits budgétaires importants dans les années à venir.

Une forte récession suédoise et européenne

Sur les quatre années avant la crise, le PIB réel suédois a connu une croissance moyenne de 3 %. Dans la zone euro, le taux de croissance moyen sur la période 2004-2007 est de 2,5 %, avec une croissance plus forte en Espagne (3,6 %), en Grèce (3,8 %) et en Irlande (5 %). Suite à la crise financière internationale de 2008, la zone euro a connu une récession en 2009 avec un recul de PIB réel de 4,1 % suivie d'une reprise timide en 2010 et 2011 avant de rentrer de nouveau en récession en 2012. Sur la période 1991-1993, l'économie suédoise a connu une récession au rythme annuel de 1,5 % du PIB avec un recul cumulé du PIB qui atteint 5 % sur 3 ans, suivie d'une reprise vigoureuse et durable. Il convient de remarquer que la Grèce a connu une récession beaucoup plus grave depuis plusieurs années et d'autres pays (l'Espagne, l'Italie et le Portugal) pourraient connaître le même sort en adoptant une politique d'austérité budgétaire durant la crise. Le fait que la récession est plus longue dans le cas de la Suède est expliqué par la gravité de la crise immobilière et bancaire. Toutefois, son effet sur la croissance a été atténué par une dévaluation importante de la couronne qui a permis de restaurer la compétitivité de l'industrie suédoise. La rapidité de la reprise de croissance dans la zone euro reflète le fait que celle-ci dans son ensemble n'est pas soumise à des déséquilibres importants, la bonne performance des économies du Nord permet de cacher la misère en matière de croissance des pays fortement affectés par la crise.

⁷ Voir http://www.oecd-ilibrary.org/economics/prix-du-logement-2010_20743858-2010-table17.

Un régime de change fixe versus la monnaie unique

Avant la crise des années 1990, la Suède était membre du SME, et la valeur de sa monnaie était fixée par rapport à l'ECU et cela depuis 1982. La Suède pouvait utiliser la dévaluation de sa monnaie dans la résolution de la crise des années 1990. Les États membres de l'UEM ont définitivement fixé les taux de change entre leurs monnaies en abandonnant leur propre monnaie nationale. Ils perdent donc la possibilité de faire la dévaluation nominale et ne peuvent influencer la valeur de l'euro par rapport aux autres monnaies librement déterminée sur le marché des changes. Les États membres ayant des difficultés pour résoudre une double crise bancaire et souveraine, doivent d'abord revenir à leur ancienne monnaie pour réaliser une dévaluation nominale, ce qui revient à remettre en cause la zone euro. C'est un tel risque qui a provoqué la crise de l'euro.

En dehors des faits énumérés ci-dessus, il convient de noter qu'il y a aussi des différences notables entre la zone euro et la Suède avant la crise des années 1990 que cet article ne développe pas. Par exemple, le niveau du taux de chômage a été beaucoup plus élevé dans la zone euro et le taux d'inflation sur la période concernée était toujours supérieur à 5 % en Suède alors qu'il était toujours inférieur à 5 % en l'Europe. Ces différences et d'autres non discutées ici pourraient constituer des raisons pour lesquelles il est difficile de vouloir appliquer les réformes structurelles suédoises à la situation européenne même en présence de nombreuses similitudes.

4. Un modèle de sortie de crise pour l'Europe ?

De nombreux économistes contestent le bien fondé de la politique de rigueur budgétaire menée dans l'UEM pour résoudre la crise de la zone euro et cherchent des voies alternatives pour la conduite de la politique budgétaire⁸.

⁸ Voir Gilbert Koenig (2011), « La zone euro face à une crise existentielle, » *Bulletin de l'OPEE* 25, 8-16 ; G. Cafiso et R. Cellini (2012), "Fiscal consolidations for debt-to-GDP ratio containment ? Maybe but with much care," *VoxEU.org*, 20 mars ; G. Corsetti (2012), "Has austerity gone too far ?," *VoxEU.org*, 2 avril ; D. Gros (2011), "Can austerity be self-defeating ?," *VoxEU.org*, 29 novembre ; P. Krugman (2012), "Blunder of Blunders," *New York Times Blog*, 22 mars.

S'inscrivant dans cette dernière perspective, des économistes débattent actuellement pour savoir si le modèle suédois construit grâce aux réformes adoptées durant et après la crise des années 1990 pourrait être utile pour la zone euro⁹.

Un consensus émerge sur la possibilité de s'inspirer de certaines de ces méthodes. Notamment, une réforme de la structure budgétaire européenne pourrait fournir des améliorations au niveau des politiques budgétaires ainsi que pour la soutenabilité de la dette publique (et donc de l'État providence) et la flexibilité déterminée par le jeu des mécanismes automatiques au cours d'un cycle économique.

Une réforme budgétaire à la suédoise

L'introduction d'un cadre budgétaire à la suédoise pour l'UEM pourrait être une solution plausible pour la sortie de la crise de la dette souveraine si ses États membres acceptent de perdre une part substantielle de leur souveraineté budgétaire. Ainsi, la Commission pourrait adopter le processus budgétaire « *top down* » et fixer des limites de dépenses publiques nationales en fonction des recettes prévisionnelles des États membres de l'UEM. En respectant la limite fixée par la Commission, chaque État adopterait un cadre « *top down* » avec un plafond pour chaque poste de dépenses tout en imposant aux gouvernements locaux l'obligation d'un budget équilibré permettant de régler les problèmes d'aléa moral. A la sortie de la récession, un objectif d'excédents primaires devrait être introduit pour stopper la hausse de la dette publique nationale et entamer sa décade.

Ce cadre permettrait d'augmenter le niveau de transparence entre les États au niveau des politiques économiques et favoriserait une plus grande confiance des marchés financiers, des entreprises et des ménages, créant ainsi des conditions propices à la croissance. En effet, la consolidation budgétaire et les réformes budgétaires adoptées par la Suède n'ont pas nui ni à une reprise ni à la poursuite de la croissance de son économie au rythme soutenue, notamment grâce à la dévaluation de sa devise et d'autres réformes économiques. Ces mesures budgétaires ont permis à la Suède de

⁹ Voir Flodén (2012), et Boije et Kainelainen (2012), op. cit., ainsi que G. Chabert et L. Clavel (2012), "Quelles leçons tirées aujourd'hui de la crise des années 1990 en Suède," *Lettre Trésor-Éco* n° 105, 1-8, Direction générale du trésor, France.

généraliser des excédents budgétaires et de diminuer rapidement sa dette publique passant de 84,4 % du PIB en 1995 à 32 % du PIB en 2012.

Imposer un cadre budgétaire à la suédoise suppose que les pays de l'UEM s'entendent sur un accord commun de gestion budgétaire et fiscale, et établissent une institution supranationale qui serait en charge de la supervision et de l'application des pénalités envers les États membres qui enfreignent les règles budgétaires. Le risque est que cette institution pourrait ne pas disposer d'une grande crédibilité pour appliquer les sanctions. Nous avons déjà constaté dans le passé que la Commission peine à imposer les règles en matière de dette publique et de déficits budgétaires fixées par le PSC et d'autres règles fixées par le Traité de Maastricht. Ce type de risque peut être évité en introduisant certains éléments d'une union politique.

Toutefois, il semble actuellement difficile d'imposer un tel cadre budgétaire dans l'UEM car celle-ci est caractérisée à la fois par la diversité des situations économiques, l'hétérogénéité des opinions publiques et la divergence des analyses quant aux causes et solutions des crises. L'adoption du cadre budgétaire à la suédoise par certains États membres, sous leur propre responsabilité, pourrait être un moyen de renforcer leur crédibilité vis-à-vis des marchés financiers afin d'éviter une crise de la dette souveraine et par ricochet, une crise bancaire. Pour que ce cadre soit adopté, il faut un consensus fort entre les partis politiques et une adhésion forte de la population. Dans le climat politique actuel, où beaucoup de politiciens pour masquer leurs propres erreurs accusent l'UE et l'UEM d'appliquer des politiques économiques et financières ultralibérales, l'adoption de ce cadre semble impossible à court terme dans la plupart des États membres de l'UEM.

Par ailleurs, l'adoption d'une politique d'austérité budgétaire dans les pays les plus endettés visant à diminuer les déficits pourrait avoir pour effet d'accroître les déficits et de réduire les revenus, rendant la mise en place du processus « *top down* » impossible dans l'immédiat. Les bénéfices attendus de l'adoption du cadre budgétaire à la suédoise sont à chercher du côté du rétablissement de la confiance des marchés financiers, qui peut aider à faire baisser les taux d'intérêt et à stimuler l'investissement (et donc la croissance). Toutefois, il ne faut pas s'attendre aux miracles au niveau de la croissance économique après avoir adopté

ce cadre budgétaire, sachant que la reprise économique en Suède et la forte croissance qui a suivi avaient été fortement stimulées par la dévaluation de la couronne et la hausse de productivité du travail.

Des solutions suédoises pour assainir le système financier

Selon l'expérience suédoise, il faut bien résoudre la crise bancaire pour moins dégrader la finance publique et assurer une reprise de croissance rapide et forte. Le processus d'assainissement des finances publiques pourrait être plus efficace si l'UE arrivait à stabiliser son secteur bancaire en introduisant des *bad banks* indépendantes et une agence de résolution en suivant l'exemple suédois.

Si les États membres de l'UEM en venaient à nationaliser les banques à risque, les *bad bank* européennes pourraient directement reprendre les actifs nocifs de ces dernières, agissant ainsi plus efficacement pour assainir le secteur bancaire que via le MES. Ce dernier, chargé de multiples missions de nature financière (prêts aux gouvernements membres, assistance financière à titre de précaution, achat des obligations des États membres sur les marchés primaire et secondaire, et prêts pour assurer la recapitalisation d'établissements financiers), ne peut aider à la résolution de la crise bancaire aussi efficacement qu'un organisme conçu spécialement pour gérer la crise bancaire. Ainsi la construction de l'Union bancaire européenne (UBE), fondée sur un règlement unique, une autorité de surveillance confiée à la BCE, une autorité de résolution unique et un régime commun de garantie des dépôts, pourrait aider à résoudre la double crise bancaire et souveraine¹⁰.

Toutefois, comme l'UBE ne commence à fonctionner qu'à partir de 2014, on ne peut pas s'attendre à ce qu'elle contribue dans le court terme d'une manière significative et efficace à la résolution de la crise bancaire latente dans certains pays de l'UEM et que les effets potentiellement très négatifs d'une crise bancaire sur le budget national soient évités. Force est de constater que la solution d'une nationalisation à la suédoise n'est pas une panacée. Dans le cas de l'Irlande, une solution similaire à celle de la Suède pour gérer la crise bancaire a pour l'instant généré des coûts très élevés pour le budget de l'État. Ceci s'explique par le contexte de demande internationale faible et

¹⁰ Voir M. Dai et S. Sarfati, « Union bancaire européenne permet-elle de sauver l'euro ? », dans ce bulletin.

par l'impossibilité pour l'Irlande de dévaluer sa monnaie nationale (qui n'existe plus) pour restaurer sa compétitivité, stimuler sa croissance, et créer des conditions économiques et financières favorables à ses institutions financières.

5. Les limites du modèle suédois dans son application à l'UEM

Il est évident que la gestion suédoise des finances publiques depuis les années 1990 est exemplaire mais on ne peut reproduire les solutions suédoises à l'identique pour résoudre la double crise bancaire et souveraine de la zone euro.¹¹ Plusieurs raisons expliquent cela.

Un royaume de Suède souverain versus 17 États différents dans la zone euro

La première raison, et non la moindre, qui rend impossible de faire un « copier-coller » du modèle suédois pour la zone euro, est l'absence de fédéralisme budgétaire. Pour établir un cadre budgétaire à la suédoise, il faut une institution supranationale crédible capable d'inspirer l'autorité et d'imposer des sanctions aux États membres. Une telle institution ne peut s'établir que si l'UEM a déjà adopté le fédéralisme budgétaire qui implique que les États membres perdent une grande partie de leur souveraineté budgétaire.

En effet, si le gouvernement suédois a pu prendre rapidement des décisions fortes et efficaces, c'est parce que la Suède est un État souverain alors que ce n'est pas le cas de l'UEM. Cette dernière n'a pas de gouvernance économique unique proposant une stratégie économique globale appuyée par un budget doté de ressources propres. Chaque pays décide seul, et sans coopération, de sa politique budgétaire et fonctionne différemment selon les lois nationales en vigueur dans une logique purement nationale, sans se soucier des effets des externalités potentiellement très négatifs de ses décisions sur les autres pays de l'UEM ou sur la stabilité de celle-ci. De ce fait, une règle aussi forte telle que l'obligation de réaliser des excédents budgétaires au cours d'un cycle, serait très difficilement applicable à l'ensemble des pays de la zone euro.

¹¹ L'expérience suédoise pourrait mieux s'appliquer aux pays de l'UE n'appartenant pas à l'UEM, notamment le Royaume-Uni qui a connu en 2008 une crise bancaire et immobilière et qui peut déprécier sa monnaie.

Nous pourrions constater, à l'image du processus d'adoption de la règle d'or budgétaire, qu'une loi unique sur les finances publiques soit ratifiée individuellement dans chaque pays, mais encore faut-il que les 17 États membres soient unanimement d'accord, ce qui accroît le risque de non ratification *in fine*. De plus, afin de faire respecter ce type de règles budgétaires, il faudrait également qu'elles soient contraignantes afin d'éviter que des sanctions prévues en cas de non-respect des règles soient abandonnées, induisant la majorité des États à faire fi de ces règles en acceptant aisément les dérogations comme dans le cas des critères de Maastricht ou encore des règles du PSC.

Pour que les États soient « obligés » de les respecter, des sanctions doivent être appliquées automatiquement. Or ces sanctions ne sont pas nécessairement plus crédibles que les sanctions discrétionnaires prévues par le PSC car il est difficile de sanctionner un pays en crise. Ainsi, dans l'état actuel de l'UEM marqué par l'absence de fédéralisme budgétaire, il s'avère impossible de mener une politique forte de sortie de crise et de désendettement au niveau de l'UEM, inspirée par les mesures qui ont fait le succès de la Suède. En conséquence, chaque État doit appliquer son propre plan de sortie de crise et de retour à l'équilibre budgétaire avec toutes les contraintes que nous connaissons (manque d'adhésion de l'opinion publique pour les réformes structurelles et la discipline budgétaire, impossibilité de dévaluer la monnaie, et absence du soutien des finances publiques par une autorité monétaire, etc.).

Des finances publiques suédoises saines versus un laxisme européen

Bien que les réformes suédoises portant sur la gestion des finances publiques aient beaucoup contribué à éviter une crise souveraine, le succès de leur application pour la zone euro (ou certains États membres) semble compromis par une différence de taille au niveau de la dégradation des finances publiques dans les deux cas. En effet, l'ampleur de la crise de la zone euro dépasse très largement celle de la crise suédoise des années 1990 du fait que les finances publiques actuelles de la zone euro sont en réalité bien plus dégradées que celles de la Suède à l'époque.

Avant la crise des années 1990, la Suède dispose d'une situation budgétaire totalement saine : chaque année sur la période 1987-

1990, elle cumule plus de 3 % du PIB d'excédents, réduisant ainsi son stock de dette à un niveau à peine supérieur à 46 % du PIB à l'aube de la crise. À l'inverse, la zone euro n'a pas profité de la phase ascendante du cycle économique des années 2000 caractérisée par une croissance relativement forte, pour assainir ses finances publiques. Au contraire, les déficits publics s'accumulent et la dette publique stagne autour de 68 % du PIB entre 2000 et 2007.

Ainsi, la Suède a pu disposer d'une marge de manœuvre budgétaire relativement plus importante pour faire face à sa crise financière et immobilière sans connaître une véritable crise de la dette souveraine bien que le risque fut présent au terme de quatre années de déficits très élevés, tandis que la zone euro était déjà dans une situation compliquée avant même la crise des *subprimes*. De manière générale, l'économie suédoise arrive facilement à dégager des excédents budgétaires et donc se remet plus facilement des crises, alors que la zone euro est structurellement en déficit (avec une grande disparité selon les pays) et peine à assainir ses comptes. Cette difficulté explique en partie pourquoi la zone euro a du mal à se remettre de ses crises souveraines actuelles.

Deux crises aux fondements différents

Une autre comparaison des finances publiques, portant cette fois-ci sur la dette publique nette des actifs, nous aide à comprendre la profondeur et la durabilité de la crise de la zone euro. Des calculs qui prennent en compte à la fois les engagements financiers et l'ensemble des actifs du gouvernement suédois ont permis d'établir que, pendant la crise des années 1990, la dette publique nette suédoise n'a jamais excédé les 30 % du PIB. De plus, contrairement à la plupart des pays de l'OCDE, la dette nette suédoise aurait continué à diminuer pendant la crise.

La crise suédoise était donc une crise immobilière et bancaire associée à une crise de change. Les agitations des opérateurs financiers autour de la dette publique suédoise traduisaient non pas une crise de la dette comme on aurait pu le penser à l'époque mais davantage une crise de confiance dans les politiques économiques, la soutenabilité et l'efficacité de l'État providence. Par contre, dans le cas de la crise de la zone euro, cette explication en termes de crise de confiance n'est pas vraiment valable. En effet, la dette publique nette moyenne des États membres de la zone euro a déjà atteint 54 % du PIB au début de la crise

en 2008, et continue d'augmenter pour atteindre 73 % du PIB en 2012. Cela prouve donc que l'on retrouve, dans la crise de la zone euro, une profonde crise de la dette souveraine car la dette publique nette est à un niveau beaucoup plus problématique qu'elle l'était en Suède. Finalement, il est important de mentionner que les pays de l'UEM doivent aussi faire face au vieillissement de la population, absent lors de la crise suédoise. La prise en compte de ce facteur rend la comparaison davantage en défaveur de l'UEM. Les États membres de l'UEM verront donc leurs déficits augmenter plus vite à cause des versements de prestations sociales importants à venir, ce qui induit une pression accrue pour augmenter les recettes tout en accroissant les difficultés pour éviter une crise de la dette souveraine. Cela se traduit donc par des problèmes immédiats, auxquels les pays de l'UEM doivent faire face, beaucoup plus importants qu'en Suède dans les années 1990.

6. Conclusion

Plusieurs pays de la zone euro vivent actuellement une situation assez similaire à la Suède au début des années 1990, c'est-à-dire une crise immobilière, une crise bancaire et une crise d'endettement public, et ont vu une explosion des déficits publics, un doublement et parfois un triplement de la dette souveraine en cinq ans. Les autres pays sont exposés à un risque de contagion du fait des liens économiques et financiers importants suite à des décennies d'intégration économique et financière accompagnées d'une déréglementation financière mal régulée.

Dans ce contexte, l'expérience suédoise de la gestion de la dette publique semble édifiante et pourrait être utile pour la gestion de la crise souveraine dans la zone euro. En effet, face à une économie très dégradée, le gouvernement suédois a su prendre un certain nombre de mesures d'urgence mais également des réformes structurelles modifiant considérablement la structure publique, le rôle de l'État et le fonctionnement de l'économie.

Ces mesures, dont nous avons détaillé uniquement les plus importantes concernant la résolution de la crise bancaire et le cadre de gestion budgétaire, ont été particulièrement efficaces et ont contribué au rétablissement rapide de la confiance des marchés financiers et à l'assainissement des finances publiques. Face à un tel succès, les États membres de l'UEM peuvent-ils s'inspirer de ce modèle suédois ?

Une grande similarité entre la situation de la Suède durant les années 1990 et celle de l'UEM (surtout l'Irlande et l'Espagne) avant et après 2008 montre que l'UEM peut effectivement reprendre un certain nombre de principes, de mesures et de réformes suédois pour enfin sortir de sa crise à multiples facettes. Cependant, la crise actuelle est d'une dimension tout autre, elle touche l'ensemble des pays de l'UEM soit directement soit via l'effet de contagion. Du fait de cette dimension amplifiée et en raison de l'hétérogénéité des pays concernés directement et indirectement par la crise, il est difficile de calquer les méthodes de résolutions de crise de la zone euro sur celles de la Suède.

L'Europe doit trouver son propre modèle. Des pistes existent mais nécessitent une volonté

politique forte et unanime. L'une d'elle est évidemment de réfléchir à une certaine forme de fédéralisme budgétaire pour avoir une convergence des politiques budgétaires, un *policy-mix* plus efficace, une mutualisation des coûts des dettes souveraines et une puissance budgétaire décuplée au niveau de l'UEM (si ce n'est pas au niveau de l'UE). L'Union bancaire européenne qui est en train d'être construite pourrait contribuer à résoudre la crise actuelle et à faire avancer la construction européenne. Cependant, de nombreux obstacles politiques pourraient bloquer ces avancées institutionnelles et politiques étant donné que celles-ci impliquent nécessairement d'importants effets redistributifs pour les États membres de l'UEM.