

L'euro pâtit de graves problèmes de construction

La zone euro reste sujette aux crises. De profondes réformes sont nécessaires. Elles restent malheureusement difficiles à réaliser. *Aymo Brunetti*

Abrégé La création de l'euro était un projet politique. La monnaie unique n'a pas été introduite en raison, mais plutôt en dépit de réflexions économiques. La théorie des espaces monétaires optimaux montre que les pays très hétérogènes de la zone euro ne remplissent aucune des conditions fondamentales d'une monnaie commune. En outre, la crise financière a révélé que la construction de la monnaie commune n'a pas suffisamment tenu compte de la forte dynamique des marchés financiers et des grandes banques internationales. De grandes réformes structurelles et politiques de la zone euro sont donc nécessaires.

Un cadre analytique économique établi et largement accepté existe depuis longtemps pour savoir dans quelles conditions deux régions doivent avoir une monnaie commune. Cette «théorie des zones monétaires optimales» a été fondée dans les années 1960 par l'économiste canadien Robert Mundell, récompensé du prix Nobel notamment pour cette contribution.

Selon cette approche, des régions devraient avoir une monnaie commune si leurs cycles conjoncturels se déroulent plus ou moins de manière semblable. En pareil cas, ces régions n'ont en effet aucune raison de mener des politiques monétaires distinctes pour stabiliser la conjoncture et n'ont par conséquent pas besoin d'une monnaie autonome. Dans ce contexte, une monnaie commune améliore la prospérité, car elle simplifie et stimule nettement les échanges commerciaux entre les régions concernées.

Un espace monétaire pas optimal

Au sein d'un espace monétaire tel que la zone euro, composée de pays aussi différents que la Finlande, le Portugal ou l'Irlande, cette condition n'est manifestement pas remplie. Les structures économiques de ces pays sont si hétérogènes que leurs trajectoires conjoncturelles ne coïncident au mieux que fortuitement. Il s'agit donc de procéder différemment pour stabiliser la conjoncture dans la zone euro. La théorie des zones monétaires optimales présente les options envisageables à cet effet. Selon cette conception, une monnaie commune peut encore se justifier, mais à la condition que d'autres mécanismes de compensation soient suffisamment robustes.

Trois mécanismes apparaissent prioritaires à cet égard :

- 1 La flexibilité des salaires et des prix : si un pays est en récession, la baisse rapide des salaires améliore sa compétitivité-prix sans qu'il faille recourir à une politique monétaire expansive passant par la dépréciation de sa monnaie. Une politique monétaire autonome n'est pas nécessaire à la stabilisation de la conjoncture si les salaires et les prix sont très flexibles.
- 2 La mobilité de la main-d'œuvre : il est possible d'absorber les différentes évolutions conjoncturelles lorsque les travailleurs sont très mobiles, car ceux-ci migrent des régions en récession vers celles en phase d'essor économique. Par exemple, si la région bâloise connaissait une récession alors que celle de Berne était en plein boom, les flux pendulaires contribueraient à maintenir un taux de chômage relativement faible à Bâle. Cette situation suffit à expliquer qu'introduire une monnaie propre à la région bâloise ne serait pas judicieux.
- 3 Les effets compensatoires des flux fiscaux : lorsque deux régions ont un important budget commun, les flux fiscaux interrégionaux contribuent à une certaine stabilisation de la conjoncture. Ainsi, si elles disposent d'une assurance-chômage conjointe, des ressources supplémentaires alimentent automatiquement celle de la région touchée par une récession (par le truchement des indemnités de chômage) et sa contribution à l'assurance diminue (en raison de la baisse des cotisations salariales). Un tel mécanisme peut dans une certaine mesure compenser lui aussi

l'absence d'une politique monétaire autonome.

À considérer cette liste, il apparaît clairement que la zone euro ne possède pas ne serait-ce qu'un seul de ces mécanismes compensatoires. Les salaires et les prix y sont tout sauf flexibles, notamment à cause de la forte réglementation des marchés du travail. La mobilité professionnelle y est certes simplifiée juridiquement grâce à la libre circulation des personnes, mais les déplacements interrégionaux de la main-d'œuvre sont jusqu'ici restés assez limités dans la zone euro, ne serait-ce qu'en raison de l'hétérogénéité linguistique (contrairement aux États-Unis par exemple). Et comme la politique fiscale dans la zone euro a été délibérément laissée aux pays membres, une compensation par les flux fiscaux fait également défaut : le budget commun de l'Union européenne (UE) est modeste et les assurances-chômage sont organisées au niveau national.

Il n'est dès lors guère étonnant que la majorité des économistes se soit montrée dès le début très sceptique face au projet de monnaie unique.

La crise de l'euro révèle d'autres lacunes

Comme l'euro a été introduit durant la longue période économiquement faste qui a précédé la crise financière et économique, les coûts inhérents aux défauts de construction sont longtemps restés imperceptibles. Dans les faits toutefois, des déséquilibres massifs se sont formés entre les pays membres. Ils sont apparus subitement avec la crise financière. Alors qu'on luttait contre le choc de la crise de l'euro, qui constituait une menace existentielle, on s'est aperçu rapidement que la théorie des zones monétaires optimales des années 1960 ne tenait pas suffisamment compte de la dynamique des marchés financiers et des banques internationales qui s'est intensifiée depuis lors.

Premièrement, la création d'une union monétaire sans union bancaire simultanée



Comment évoluera la zone euro ? La nouvelle présidente de la Banque centrale européenne, Christine Lagarde, en discussion avec l'actuel dirigeant de l'institution, Mario Draghi.

s'est avérée être une grossière erreur. Les grandes banques étaient certes actives à l'échelle européenne, mais elles restaient réglementées au niveau national et, surtout, les autorités nationales demeuraient compétentes en cas de sauvetage. Ces deux aspects se sont révélés très problématiques durant la crise de l'euro.

Deuxièmement, la vitesse à laquelle les États et les banques actives à l'international pouvaient s'entraîner mutuellement dans le gouffre financier a été sous-estimée. Les finances publiques ont menacé de s'effondrer à cause des coûts massifs du sauvetage des banques. Simultanément, le bilan des banques contient généralement d'importants montants d'obligations souveraines, de sorte qu'une éventuelle faillite de l'État menace aujourd'hui d'entraîner l'insolvabilité des banques.

Troisièmement, il n'a pas été tenu compte du fait que, dans une union monétaire, les États dont la solvabilité est mise en doute par les marchés financiers peuvent rapidement rencontrer d'énormes problèmes de liquidités. Les États membres ne peuvent pas produire eux-mêmes leur propre monnaie (en l'occurrence l'euro), car seule la Banque centrale européenne (BCE), supranationale, y est habilitée. Ainsi, en cas de crise, aucune banque centrale nationale ne peut intervenir sur le budget de l'État en tant que prêteur en dernier ressort pour calmer la situation. Cette

erreur de construction a causé de graves problèmes durant la crise de l'euro.

Des mesures de sauvetage drastiques

En définitive, les mesures de politique économique prises dans l'agitation et l'urgence pendant la crise de l'euro étaient des tentatives de gérer des problèmes liés au système financier auxquels on n'avait pas réfléchi initialement. La création du fonds de secours européen (Mécanisme européen de stabilité, MES) était une réponse au risque de faillites d'États et à leurs répercussions sur la solvabilité des banques. Emmenée par son président Mario Draghi et son intervention légendaire « Whatever it takes » (« Quoi qu'il en coûte »), la BCE a assuré qu'elle était prête à servir de prêteur en dernier ressort aux États membres, réduisant ainsi leurs risques de liquidité. En outre, en transférant la surveillance des plus grandes banques européennes à la BCE, d'importantes étapes ont été franchies en direction d'une union bancaire.

Ces mesures ont certes permis de traiter les principaux foyers de crise en lien avec le secteur financier et d'empêcher un effondrement chaotique de la zone euro durant le paroxysme de la crise de l'euro. Mais les conditions mentionnées par la théorie classique des espaces monétaires optimaux pour que le fonctionnement de la zone euro soit à l'abri des crises ne sont toujours pas réunies. Preuve en est que la Grèce et l'Italie ne se remettent que très lentement de la crise de l'euro.

Le danger n'est pas écarté

En menant ces dernières années une politique d'expansion monétaire massive, la BCE a tout entrepris pour stabiliser les membres de la zone euro économiquement affaiblis. Mais de nombreux observateurs estiment qu'elle est ainsi allée à l'extrême limite de ce que prévoit son mandat, générant surtout une masse de liquidités et créant une proximité avec la politique qui ne présage rien de bon pour l'avenir. Quoi qu'il en soit, la zone euro ne pourra pas éternellement compter sur les interventions massives de la BCE pour dissimuler ses problèmes structurels. Et si la BCE doit un jour agir plus restrictivement en raison d'anticipations inflationnistes à la hausse, de nombreux pays membres se trouveront largement démunis face à l'effondrement conjoncturel.

Malheureusement, la plupart des conditions classiques d'un espace monétaire optimal ne sont pas influençables, ou alors seulement à long terme. Des réformes structurelles dans les pays membres pourraient contribuer à flexibiliser les salaires et les prix, mais de telles réformes sont politiquement très difficiles à mettre en œuvre. Elles doivent néanmoins rester un objectif essentiel. En ce qui concerne la mobilité des travailleurs, il n'est guère possible d'en faire plus. Seul demeure le renforcement des flux fiscaux compensatoires. C'est ici qu'intervient l'idée d'une union fiscale impliquant un budget commun substantiel, une idée récemment soutenue sans grand succès par le président français Emmanuel Macron.

À mon avis, le projet le plus réalisable à moyen terme serait celui d'une assurance-chômage commune qui compléterait les systèmes nationaux. Mais même un tel projet serait politiquement très difficile à vendre dans certains pays de la zone euro et requerrait un fort consensus des États membres. Cette option reste donc de la musique d'avenir et la zone euro ne pourra pas corriger ses erreurs de construction de sitôt. Mieux vaut donc nous faire à l'idée que la période de crise au sein de la zone euro est loin d'être terminée.



Aymo Brunetti

Professeur de politique économique et d'économie régionale à l'université de Berne, président du comité consultatif « Avenir de la place financière »