

Francis Bismans

BETA, Université de Lorraine, France

COEF, Université Nelson Mandela, Afrique du Sud

Francis.Biesmans@univ-lorraine.fr

L'EURO-DILEMME

L'euro est une « monnaie politique ». S'il en est ainsi, c'est parce que sa naissance est directement liée à un compromis franco-allemand. Plus précisément, la France de Mitterrand acceptait la réunification de l'Allemagne moyennant l'accord de cette dernière sur l'introduction de l'euro. Ce que le président français avait en tête, c'était aussi, bien sûr, d'arrimer solidement la nouvelle Allemagne à l'Europe. Mais ce n'était pas tout, car dans le marchandage, celle-ci obtenait de surcroît deux « compensations » significatives :

1. Elle imposait une discipline budgétaire stricte à tous les pays participant à l'euro via les deux fameux critères dits de convergence : d'une part, le déficit public devait être inférieur à 3% du Produit Intérieur Brut (PIB); d'autre part, l'endettement public total ne pouvait excéder 60% de ce même PIB.
2. Une banque centrale était créée (la BCE ou Banque Centrale Européenne), totalement indépendante des gouvernements et avec comme seul objectif la stabilité des prix, définie comme une inflation égale à 2% annuellement.

Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que pratiquement rien n'ait été retenu de ce que l'économie politique – pour reprendre un terme un peu vieilli – avait produit de mieux en matière d'analyse des processus d'unification monétaire : la théorie des zones monétaires optimales et celle de la politique macroéconomique.

Zones monétaires optimales

L'article originel de Mundell (1961) s'efforçait de répondre à la question : est-il préférable pour un ensemble de pays d'adopter une même unité monétaire, ce qui

est équivalent à la fixité des taux de change entre ces pays, ou au contraire, ceux-ci doivent-ils conserver leur monnaie tout en se dotant d'un régime de changes flexibles ? Mundell traitait cette question du point de vue des politiques de stabilisation de l'économie et finissait par définir une zone optimale comme une aire « où il y a mobilité des facteurs de production ».

Kenen (1969) ajoutait à ce critère celui de l'existence d'une autorité centrale capable de « lisser » les chocs, donc la croissance, entre les entités composant la zone, ce qui implique un *fédéralisme budgétaire* poussé, avec imposition centrale et transferts massifs en fonction de l'état de la conjoncture dans les différents pays de l'union.

La zone euro constituait-elle une zone monétaire satisfaisant aux critères de Mundell et Kenen ? La réponse, comme il se doit, est nécessairement nuancée. Il n'empêche que le fédéralisme budgétaire et fiscal n'existe tout simplement pas ni dans l'Union européenne ni dans la zone euro. En d'autres termes, le critère de Kenen n'est absolument pas rencontré.

Autre élément de fait : la mobilité du facteur travail, qui est véritablement à la base de tout le raisonnement de Mundell, est très limitée entre les pays européens. Bien sûr, cette mobilité doit s'apprécier d'un point de vue relatif. A cet égard, il est éclairant de la comparer avec celle d'une zone monétaire avérée – les États-Unis. Un tel travail comparatif a par exemple été réalisé par O'Rourke et Taylor (2013, pp. 177-179). Il est sans appel. Si l'on mesure la mobilité du travail sur base de la proportion des résidents d'un État qui sont nés dans un autre État, alors cette proportion est de 42 pour cent aux États-Unis et seulement de 14 pour cent dans la zone euro.

La conclusion est claire : la zone euro ne constituait pas une zone monétaire optimale et en conséquence, il n'y avait pas de justification théorique au passage à une monnaie unique pour les pays qui y étaient associés.

La théorie de la politique économique

Jan Tinbergen (1952), qui obtint le premier prix Nobel d'économie avec R. Frisch en 1969, formalisa la théorie de la politique macroéconomique dès les années cinquante du siècle précédent.

En résumé, le raisonnement – mathématique, répétons-le – de Tinbergen est fondé sur

le couple conceptuel objectifs/instruments. Les premiers sont au nombre de quatre : la croissance économique ou augmentation du PIB ; le plein emploi ; la stabilité des prix et l'équilibre de la balance des paiements. Dans la poursuite de ces différents objectifs, gouvernements et banques centrales disposent d'instruments que l'on peut répartir en cinq grandes catégories :

- la politique monétaire;
- la politique budgétaire;
- la politique du change, nécessairement différenciée selon que les taux de change sont fixes ou flexibles;
- les contrôles quantitatifs sur les prix et revenus;
- les réformes du cadre institutionnel, telles les lois destinées à empêcher une position dominante sur un marché.

Tenant compte de cette conceptualisation, l'économiste hollandais a démontré, moyennant certaines hypothèses dont celle de linéarité des relations entre objectifs et instruments, une proposition – connue sous le nom de *théorème de Tinbergen*. Il s'énonce brièvement comme suit : *il doit y avoir égalité stricte entre le nombre d'objectifs poursuivis et le nombre d'instruments utilisés*. En d'autres termes, toute politique macroéconomique est basée sur la règle qu'un et un seul instrument doit servir à la poursuite d'un objectif. Ainsi, par exemple, l'équilibrage de la balance des paiements nécessite d'utiliser un unique instrument, le taux de change bien sûr, et lui seul.

Dans ce cadre théorique, l'adoption d'une monnaie unique par un pays signifie que ce dernier renonce à utiliser son propre taux de change comme instrument et qu'en conséquence, il doit lui substituer un autre instrument. Lequel ? De toute évidence, l'action – en théorie, à la hausse ou à la baisse – sur la structure des prix et salaires du pays concerné. Dès lors, si un pays de la zone euro souffre d'un déficit commercial ou des paiements, il devra recourir à la baisse de ses prix et salaires internes, ce que beaucoup appellent une *dévaluation ou une déflation interne*. Outre l'hostilité des organisations syndicales à l'égard de toute baisse des salaires et traitements, deux grands obstacles se dressent devant ce type de politique économique :

1. La déflation des prix internes est un processus long qui prend du temps. Il serait évidemment contrarié si les partenaires de la même zone monétaire suivaient une ligne de conduite identique et s'astreignaient eux aussi à limiter les hausses

salariales. Il pourrait alors se former une véritable spirale négative qui conduirait tous les partenaires à pratiquer la « déflation compétitive ». Cependant, même si ce n'était pas le cas, même si les pays en surplus se conduisaient sagement, il reste qu'une déflation prolongée s'accompagnerait de la montée du chômage dans des proportions dramatiques. La déflation des prix déboucherait alors sur une véritable impasse : l'enfermement dans la récession et le chômage de masse.

2. La principale objection pratique à la dévaluation interne a été formulée par Milton Friedman (1953, p. 173) : « Il est beaucoup plus simple de permettre à un prix de se modifier, en l'occurrence le prix des monnaies étrangères, que de s'appuyer sur la modification des multiples prix qui, tous ensemble, constituent la structure des prix internes ». En effet, le taux de change d'une monnaie résume en quelque sorte le système des prix du pays en question et que modifier un tel prix, à la baisse ou à la hausse, est plus aisé que de faire varier des milliers de prix, avec le risque de biaiser du même coup la structure des prix relatifs.

L'abandon de sa monnaie par un pays a donc un coût qui peut être considérable en termes de pertes de revenu et de chômage. C'est un élément qui n'a absolument pas été rencontré lors du passage à l'euro en 1999.

Les déséquilibres majeurs de la zone euro

Comme l'indique le tableau 1, la situation des balances courantes pour les pays composant la zone euro était fort diversifiée dès la mise en circulation de la monnaie unique.

Tableau 1. Solde des balances courantes (en pour cent du PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Autriche	2,2	2,2	2,8	3,5	4,9	2,7	3,0	1,9
Belgique	3,2	2,1	2,0	1,7	-1,6	-1,7	1,3	-1,1
Estonie	-11,3	-10,0	-15,3	-16,0	-9,2	3,4	2,9	1,9
Finlande	6,0	3,5	4,1	4,1	2,6	1,8	1,3	-1,3
France	0,5	-0,5	-0,6	-1,0	-1,7	-1,3	-1,6	-2,0
Allemagne	4,6	5,0	6,2	7,5	6,2	5,9	5,9	5,7
Grèce	-5,8	-7,5	-11,3	-14,3	-14,7	-11,0	-10,0	-9,8
Irlande	-0,5	-3,5	-3,5	-5,3	-5,7	-2,3	1,1	1,1
Italie	-0,9	-1,6	-2,6	-2,4	-2,9	-2,0	-3,5	-3,2
Luxembourg	12,2	11,5	10,3	10,2	5,5	7,0	7,9	7,7
Pays-Bas	7,8	7,5	9,3	6,7	4,2	4,1	7,1	8,5
Slovaquie	-7,8	-8,1	-7,8	-5,0	-5,9	-2,9	-2,6	-0,2
Portugal	-8,2	-10,5	-10,8	-9,9	-12,6	-10,7	-10,0	-6,7
Slovénie	6,9	9,2	10,2	10,5	8,9	11,0	10,9	13,8
Espagne	-5,2	-7,3	-8,9	-10,0	-9,6	-4,8	-4,5	-3,5

Source : OCDE

De toute évidence, plusieurs pays enregistrent un déficit courant systématique – la Grèce, l’Espagne, le Portugal et l’Italie –, tandis que d’autres, singulièrement l’Allemagne, le Luxembourg et les Pays-Bas, engrangent de confortables excédents. Cette opposition traduit l’existence d’une coupure entre deux groupes de pays, deux « clubs de convergence » : ceux du Nord et ceux du Sud. Plus important : une telle coupure est présente dès la mise en circulation de l’euro au 1er janvier 2002. Il s’agit donc bel et bien d’un déséquilibre majeur de la zone, qui n’a jamais été résorbé et qui contraint les pays déficitaires du Sud, moins compétitifs, à la « dévaluation interne » permanente.

L’autre déséquilibre significatif est constitué par le poids relatif très diversifié des dettes publiques des composants de la zone euro. Le tableau 2 montre l’évolution de ces dettes publiques entre 2000 et 2010.

Tableau 2. Dette publique en pour cent du PIB

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Belgique	107,8	106,5	103,4	98,4	94	92	88	84	89,2	95,7	95,6
Allemagne	60,2	59,1	60,7	64,4	66,2	68,5	68	65,2	66,8	74,5	82,5
Irlande	35,2	35,2	32	30,8	29,5	27,3	24,6	25	44,2	64,5	91,2
Grèce	103,4	103,7	101,7	97,4	98,9	101,2	107,5	107,2	112,9	129,7	148,3
Espagne	59,4	55,6	52,6	48,8	46,3	43,2	39,7	36,3	40,2	53,9	61,5
France	57,4	56,9	59	63,2	65	66,7	64	64,2	68,2	79,2	82,4
Italie	108,5	108,2	105,1	103,9	103,4	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	119,3
Luxembourg	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	14,4	15,3	19,2
Pays-Bas	53,8	50,7	50,5	52	52,4	51,8	47,4	45,3	58,5	60,8	63,4
Autriche	66,2	66,8	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,2	72,3
Portugal	50,7	53,8	56,8	59,4	61,9	67,7	69,4	68,4	71,7	83,2	93,4
Finlande	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,6	35,2	33,9	43,5	48,7

Source : Eurostat

A la lecture de ce tableau, on s'aperçoit que le ratio dette/PIB marque une tendance à la baisse durant les années qui ont précédé les crises économique et financière de 2008. Il y a cependant des exceptions notables, en particulier la Grèce et dans une moindre mesure, le Portugal. Notons aussi que la France et l'Allemagne ne sont pas spécialement de « bons élèves ». Rien de catastrophique cependant, car en cette année 2008, seuls deux pays de la zone euro, la Grèce et l'Italie, ont un ratio d'endettement supérieur à 100 pour cent ; d'autres tels que le Portugal et surtout, l'Irlande et l'Espagne, comptent parmi les meilleurs élèves de la classe.

Cet ensemble de données permet donc de ramener à sa juste place ce que Krugman (2012, p. 177) a appelé la Grande Illusion (*the Big Delusion*), c'est-à-dire l'attribution de la crise européenne à l'irresponsabilité budgétaire des gouvernements. L'explication du développement de la spirale de la dette souveraine dans la zone euro est donc à chercher ailleurs : elle est inhérente en réalité à la structure-même de la monnaie unique.

L'exemple grec

La Grande Récession de 2008-2009 a inévitablement creusé les déficits budgétaires. L'explication en est bien connue : le recul de l'activité économique diminue les recettes fiscales tout en accroissant les dépenses sociales. Cette explosion des déficits se constate spécialement dans les pays du GIPSI (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne et Italie), ainsi que l'indique le tableau 3.

Tableau 3. Déficits budgétaires en pour cent du PIB

	2007	2008	2009
Allemagne	-0,3	-0,1	3,0
Irlande	-0,1	7,3	14,3
Grèce	6,4	9,8	15,4
Espagne	-1,9	4,2	11,1
Portugal	3,1	3,5	10,1

Source : Eurostat.

Au vu de ce tableau, la Grèce et l'Irlande étaient les candidats les plus susceptibles de faire l'objet d'attaques de la part des marchés financiers tant il est vrai que l'ampleur du déficit est un bon indicateur de l'intensité avec laquelle les deux gouvernements devront solliciter les marchés à très court terme. Finalement, ce sera la Grèce qui, la première, subira les assauts des marchés en question. L'occasion en sera fournie lorsque le nouveau premier ministre Papandréou annonce le 16 octobre 2009 que le déficit n'est pas de 6%, mais bien à deux chiffres.

Les effets de cette « rectification » ne se font pas attendre. Les investisseurs – parmi lesquels il faut bien sûr compter les principales banques de l'Union européenne – prennent conscience que l'endettement et les déficits budgétaires de la Grèce soulèvent des doutes quant à sa capacité à refinancer la dette. Surgit ainsi un risque de crédit, que les agences de notation vont chiffrer en dégradant sa note. Les investisseurs demandent en conséquence de plus hauts rendements sur les obligations émises par

cet État. Inexorablement, l'écart, le *spread* entre les taux hellènes et ceux du pays-refuge par excellence, l'Allemagne, se creuse. Si l'on compare, par exemple, les taux sur les obligations grecques d'une maturité de dix ans et ceux sur les titres de même échéance émis par le Trésor allemand, on constate que le *spread* évolue comme suit : 120 points de base en octobre 2009 ; 250 en janvier 2010 ; plus de 650 en mai et 800 en juin 2010. De tels écarts sont tout simplement ingérables.

La Grèce se trouve alors mise en difficulté par l'accroissement des charges d'intérêt qui font croître et embellir tant son déficit que son endettement. Un véritable cercle vicieux se met en place : coûts croissants de financement et détérioration de la position budgétaire se répondent mutuellement.

Ce cercle vicieux financier a bien entendu des effets réels, car le gouvernement grec n'a d'autre solution face au gonflement des déficits que d'accroître les impôts et réduire les dépenses de toutes natures, le tout dans une période marquée par une récession profonde. Le résultat final de tout le processus – pour plus de détails, voyez Bismans (2007, chapitre 6) – a été de prolonger et d'approfondir la récession préexistante. Le tableau 4 en témoigne à suffisance.

Tableau 4. Taux de variation annuelle du PIB

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Grèce	3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-7,0	-3,9

Source : OCDE.

Ajoutons que le taux de chômage a augmenté au fur et à mesure que le PIB reculait. Il était de 7,8% au premier trimestre de 2008 et de 27,51% au deuxième trimestre de 2013. Le comble est que cette politique d'austérité prolongée n'a même pas pu enrayer la progression de la dette, qui représentait 129,7% du PIB en 2009 et 176% quatre ans plus tard.

Le rôle des marchés financiers

Il manque cependant à l'analyse de la trajectoire hellène qui vient d'être brièvement présentée un élément essentiel : le rapport de la Grèce aux marchés financiers. Pour le

montrer, revenons donc à notre point de départ, à savoir la défiance desdits marchés à l'égard de la dette souveraine grecque.

Ces marchés, a-t-on dit, sont devenus conscients en octobre 2009 que la Grèce éprouverait à court terme de grosses difficultés à refinancer sa dette, et ont en conséquence exigé une prime de risque de plus en plus importante. *In fine*, le choix était draconien pour l'État grec : il se résumait à l'alternative défaut sur la dette ou politique d'austérité prolongée.

Mais pourquoi en est-il ainsi ? Pour répondre à cette question, il suffit de prendre le cas d'un pays qui dispose de sa propre monnaie, celui de la Grande Bretagne. Cette dernière a vu son secteur bancaire connaître de sérieux problèmes de liquidités et de capitalisation dès 2007. Chacun a encore en mémoire l'odyssée de la banque britannique Northern Rock qui, le 14 septembre 2007, fut victime d'une ruée sur ses guichets – un phénomène qui ne s'était plus produit au Royaume Uni depuis 1866 !

Cette crise bancaire obligea la Grande Bretagne à intervenir massivement pour sauver ses banques, « too big to fail ». Elle le fit en injectant de l'argent frais dans le capital des banques en difficulté d'un côté et en apportant sa garantie aux créanciers de ces mêmes banques de l'autre. Comme l'indique Lybeck (2011, p. 266), ses engagements sur la période août 2007-novembre 2009 se montaient à l'équivalent de 781 milliards d'euros, soit 42% du PIB britannique. C'est dire l'ampleur du problème.

Sur cette crise bancaire se greffa une récession de grande ampleur qui nécessita un plan de relance conséquent. L'effort réalisé aboutit à gonfler le solde financier – mesuré en pour cent du PIB – de 1,6 %. La dette publique s'accroît elle aussi fortement.

Tous les ingrédients étaient donc réunis pour que les marchés financiers s'inquiètent du sort des obligations émises par le Royaume Uni. Rien de tel cependant ne se produisit. La raison essentielle de cette absence de problème tient au fait que Londres, à la différence des pays de la zone euro, dispose de sa propre monnaie, la livre sterling. De ce fait, si les liquidités venaient à lui faire défaut, il suffirait qu'elle « prie » la Bank of England de lui fournir les livres nécessaires. La banque centrale britannique est certes indépendante du gouvernement, mais elle ne pourrait assister, impassible, à un défaut étatique. Elle finira par apporter toutes les liquidités indispensables au refinancement de la dette, de sorte que la garantie offerte par le gouvernement anglais est d'une sûreté totale. Les investisseurs le savent parfaitement et n'ont donc aucune incitation à demander une prime de risque additionnelle ou à vendre leurs obligations publiques libellées en sterling.

Le dilemme de l'euro

Les pays de l'Eurolande ne peuvent fournir une telle garantie. Tout au contraire. En effet, la BCE dispose du monopole de l'émission de l'euro et un de ces pays, comme ce fut le cas de la Grèce, peut se retrouver à court de liquidités et contraint de mener une politique drastique de diminution de ses dépenses. Avec pour conséquence finale, la plongée dans la récession, l'accroissement du chômage et ... de la dette publique !

Pire encore, les investisseurs qui se défiaient des obligations grecques par exemple, les ont massivement vendues, craignant que l'État ne dispose pas des ressources nécessaires pour les rembourser lors de l'échéance finale. Ces ventes contribuent dans un premier temps à faire grimper les taux d'intérêt sur la dette. Toutefois, un second effet advient, dans la mesure où ces investisseurs qui disposent du produit des titres vendus, vont être tentés de réinvestir les sommes correspondantes dans des obligations libellées aussi en euros, mais plus sûres, donc vraisemblablement allemandes. Se produit ainsi un véritable assèchement du marché monétaire grec au profit de l'Allemagne.

La conclusion ultime à tirer de ces développements tient en une proposition : l'introduction de la monnaie unique a eu pour conséquence d'exposer les gouvernements aux sautes d'humeur et de méfiance des marchés financiers, au point que les seconds peuvent amener les premiers à la faillite et au défaut sur la dette. Une telle situation est à terme destructrice, car la dépendance des gouvernements par rapport aux marchés financiers conduira tôt ou tard à un rejet massif de la monnaie unique.

Là se trouve le dilemme de l'euro : ou une union politique permet à l'Europe de se doter d'un gouvernement disposant du pouvoir de lever l'impôt et de gérer la dette commune, mais aussi de celui d'imposer à la BCE la fourniture de l'aide nécessaire en cas de crise majeure, ou bien la sortie de l'euro deviendra la seule solution. Au vu des réalités politiques actuelles, la première branche de l'alternative n'a guère de chance de se concrétiser. La seconde est pour sa part semée d'embûches.

Cruel dilemme !

Bibliographie

- Bismans, F. (2016), *La Grande Récession. Un autre regard sur des temps troublés (2007-2013)*, L'Harmattan, Paris.
- Friedman, M. (1953), *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago.
- Kenen, P. (1969), « The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View », in Mundell, R.A. et Swoboda, A.K., *Monetary Problems in the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 41-60.
- Krugman, P. (2012), *End this Depression Now*, Norton, New York-London. (Trad. franç.: *Sortez-nous de cette crise... maintenant*, Flammarion, 2012.)
- Lybeck, J.A. (2011), *A Global History of the Financial Crash of 2007-10*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Mundell, R.A. (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, 51, pp. 657-665.
- O'Rourke, K.H. et Taylor, A.M. (2013), « Cross of Euros », *Journal of Economic Perspectives*, 27, pp. 167-192.
- Tinbergen, J. (1952), *On the Theory of Economic Policy*, North Holland Publishing Company, Amsterdam.