

LA ZONE EURO : DE LA CRISE AUX RÉFORMES

Entérinée par le traité de Maastricht en 1992, la création de l'euro a constitué un grand pas dans la construction européenne. Sur le plan politique d'abord, le partage d'une même monnaie devant accélérer l'émergence d'une identité commune ; sur le plan économique, ensuite, la suppression des taux de change étant supposée parachever le marché unique. Deux dynamiques censées se renforcer l'une l'autre.

Dix ans à peine après la mise en circulation des premières pièces de monnaie, l'euro se retrouve sur la sellette. La Grande Récession déclenchée par les *subprimes* débouche début 2010 sur une crise des dettes souveraines qui met à jour les failles de l'Union monétaire. Tandis que la Grèce révèle l'ampleur de son déficit public, la clause de « *no bail-out* » stipulant l'absence de solidarité financière entre les membres de l'Union déclenche la panique sur les marchés financiers. Sont ainsi mises en doute non seulement la solvabilité de l'État grec, mais aussi celles de l'Irlande, de l'Espagne, du Portugal, dont les ratios de finances publiques se sont considérablement dégradés entre 2008 et 2010, et même de l'Italie. Cette crise interroge d'une part les institutions de la zone euro – une union monétaire est-elle viable sans union budgétaire ? ou encore, la surveillance des déséquilibres de finances publiques suffit-elle à prévenir les dérapages ? Elle remet d'autre part en question la capacité de l'Union européenne à créer en son sein un processus de convergence – condition nécessaire à la réussite de la monnaie unique –, la forte croissance des pays « périphériques » apparaissant soudain associée à des bulles d'endettement favorisées par la politique monétaire unique.

Au contraire des années 2000 qui avaient été celles du « rattrapage » des régions en retard, on observe aujourd'hui une dualisation de l'espace européen, entre un « cœur » performant et compétitif et une « périphérie » accumulant les difficultés – croissance faible, chômage, déséquilibres de finances publiques et de balances de paiements. Pis, cette dynamique est accentuée au sein de la zone euro, alors même que la monnaie unique devait en accélérer l'homogénéisation. Dans ce contexte, l'Europe est fortement contestée et les mouvements prônant la fin ou la fragmentation de l'Union monétaire dépassent largement le cadre des formations politiques souverainistes.

Soumise à des turbulences dont elle n'est pas encore sortie – les menaces de déflation et les difficultés persistantes de certains pays, Grèce au premier rang, l'attestent –, la zone euro a néanmoins fait preuve de résilience. La crise a en effet été l'occasion de remanier l'ensemble de son fonctionnement. De nombreuses réformes institutionnelles ont vu le jour, reflets des compromis successifs du couple franco-allemand sur le rôle de la Banque centrale européenne (BCE), sur la solidarité budgétaire ou encore sur les réponses à apporter à la crise grecque. La discipline budgétaire a été renforcée, mais il existe désormais des dispositifs de sauvetage des États en difficulté. Si l'institution de Francfort conserve la stabilité des prix comme objectif prioritaire, cela ne l'a pas empêchée de recourir à des politiques de *quantitative easing*. Ses missions ont en outre été élargies au domaine de la régulation financière, domaine sur lequel l'Union bancaire constitue un progrès considérable. Autant d'évolutions qui, aussi insuffisantes et insatisfaisantes qu'elles puissent paraître, n'en représentent pas moins des avancées prometteuses pour la gouvernance européenne.

Olivia Montel

LES DÉFAUTS DE CONSTRUCTION DE L'UNION MONÉTAIRE : CE QUE LA CRISE A RÉVÉLÉ

Sophie Brana

Professeur de sciences économiques à l'université de Bordeaux

Décidée lors du conseil européen de Maastricht en 1991, la mise en place de la monnaie unique devait développer l'identité européenne et approfondir l'intégration économique. Une vingtaine d'années plus tard, la crise des dettes souveraines déclenchée par la crise financière mondiale de 2007-2008 met fin au processus de convergence des économies européennes et pousse la zone euro au bord de l'explosion. Ses défauts de construction, théoriquement connus avant son élaboration, se révèlent brutalement insoutenables. Sophie Brana commence par rappeler les risques inhérents à la mise en place d'une union monétaire en Europe – des économies hétérogènes sans mécanismes efficaces d'ajustement en cas de choc asymétrique. Elle montre ensuite que le mouvement de convergence observé entre 2000 et 2007 reposait en grande partie sur des anticipations optimistes qui se sont brutalement retournées avec la crise, mettant à jour les failles de la gouvernance européenne. Les réformes engagées dans la foulée constituent de remarquables avancées mais devront être poursuivies.

C. F.

Entré en vigueur en 1987, l'acte unique européen parachevait la réalisation du marché unique, à savoir un espace sans frontières intérieures avec libre circulation des marchandises, des personnes, des services et des capitaux. L'Union monétaire, entérinée lors du conseil européen de Maastricht en 1991, en était le complément logique. Elle devait, en éliminant les fluctuations des taux de change, éviter les perturbations et distorsions pouvant affecter les échanges et donc faciliter leur essor. Elle présente cependant un coût pour les pays membres, lié à la perte du taux de change comme instrument d'ajustement face aux chocs économiques. Ce coût est réduit si les pays forment une zone économique homogène, dans laquelle les chocs asymétriques sont peu probables. Si ce n'est pas le cas, comme en Europe, où les divergences structurelles des économies sont importantes, la zone doit disposer d'autres mécanismes d'ajustement. La théorie des zones monétaires optimales

(ZMO) en retient quatre : l'ajustement des prix et des salaires, les ajustements budgétaires internes, la mobilité du travail, et un mécanisme de transferts budgétaires entre États membres⁽¹⁾.

De nombreuses études ont montré que l'Europe ne constituait pas une ZMO, ce qui n'a pas empêché la mise en place de l'euro. L'idée était que le marché unique et l'union monétaire devaient se renforcer l'un l'autre. Notamment, en favorisant les comparaisons des prix, tous désormais exprimés dans la même unité de compte,

(1) Voir les travaux fondateurs de Mundell (1961), McKinnon (1963) et Kenen (1969). Mundell R.A. (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 21. McKinnon R. (1963), « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 53, n° 4; Kenen P. (1969), « The Theory of Optimum Currency Areas : An Eclectic View » in Mundell R. A. et Swoboda A. K. (eds.), *Monetary Problems in the International Economy*, Chicago, University of Chicago Press.

la monnaie unique devait accentuer la concurrence, permettre une convergence des prix et une meilleure allocation des ressources sur tout le territoire. Elle devait renforcer l'union économique en multipliant les échanges au sein de la zone et, *in fin*, favoriser un processus de convergence des structures de production et d'exportation.

En réalité, la politique monétaire unique a plutôt eu tendance à accentuer les divergences. De plus, l'union monétaire ne s'est pas dotée de mécanismes d'ajustement visant à les atténuer, pas plus qu'elle n'a cherché à compenser la perte des instruments nationaux de stabilisation. La crise a révélé l'ensemble de ces défaillances. Les institutions européennes ont été incapables de déceler et prévenir la montée des déséquilibres entre États membres. Il en a résulté des ajustements économiques violents. Dans ce contexte, les institutions européennes ont engagé d'importantes réformes, qu'il faudra vraisemblablement compléter encore à l'avenir.

La zone euro, une construction logique mais risquée

Dès avant la mise en place de l'union monétaire, de nombreux travaux avaient pointé ses faiblesses conceptuelles⁽²⁾. Trois points étaient mis en évidence.

Tout d'abord, la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale car il lui manque deux prérequis : la flexibilité des prix et des salaires (en cas de choc négatif dans un pays, les prix et les salaires doivent baisser pour que l'économie retrouve de la compétitivité) et la mobilité des facteurs de production, notamment le travail. Dans la zone euro, les marchés du travail sont relativement rigides, et les salaires peu flexibles, surtout à la baisse. En outre, la mobilité de la main-d'œuvre reste faible. Seuls 3 % des citoyens européens en âge de travailler vivent dans un autre pays de l'Union. Cette situation s'explique par l'existence de barrières linguistiques et culturelles, mais également par d'autres facteurs de blocage, tels que la reconnaissance imparfaite des qualifications professionnelles ou la mauvaise portabilité des droits à pension. Dans ce contexte, il est nécessaire que la zone se dote d'un budget commun permettant de faire face à d'éventuels chocs asymétriques touchant un ou plusieurs de ses membres.

(2) De la Dehesa G. (2011), « Eurozone Design and Management Failures », VOX, CEPR's Policy Portal, 18 mai.

Ensuite, une politique monétaire commune peut être affectée par des politiques budgétaires qui restent nationales. Notamment, la montée excessive des dépenses ou dettes d'un des États membres peut peser sur la crédibilité de la politique monétaire commune et de la monnaie unique et entraîner des externalités négatives sur les autres États membres.

Enfin, une politique monétaire unique risque d'accroître les divergences au lieu de les réduire si les taux d'inflation ou de croissance ne sont pas homogènes. En effet, un taux d'intérêt commun pour l'ensemble de la zone va se traduire par un taux d'intérêt réel trop faible dans les pays où l'inflation est la plus forte, stimulant la demande et accentuant la hausse des prix. Inversement, dans les pays à inflation faible, la politique monétaire commune apparaîtra comme trop restrictive, pénalisant la consommation et l'investissement. Au fin 1, comme le montrent Enderlein *et al.* (2012), la politique monétaire commune ne convient à personne au lieu de convenir à tous.

Malgré ces faiblesses potentielles, la zone euro a été bâtie avec un budget minimal (à peine plus de 1 % du PIB) et une politique monétaire s'appuyant sur une mesure harmonisée, moyenne, de l'inflation. Pour éviter les externalités négatives, deux « garde-fous » ont été créés : le Pacte de stabilité et de croissance, qui limite les déficits et les dettes publiques, et la clause de « *no bail-out* » ou clause de non-renflouement, qui interdit à l'UE ou à un État européen de répondre des engagements d'un pays en difficulté, la BCE ayant par ailleurs interdiction de financer les déficits publics.

Naissance de l'Union monétaire : l'illusion de la convergence

La création de l'euro devait être un catalyseur pour accélérer la convergence des pays et l'intégration économique en Europe. A. Rose⁽³⁾ estimait en 2000 que l'union monétaire était susceptible de multiplier par trois les échanges au sein de la zone. Cela devait favoriser un processus de convergence réelle, *via* les structures de production et d'exportation (Ordonez, 2013). Selon ces hypothèses, la construction de la ZMO devient endogène.

(3) Rose A. (2000), « One Money, One Market : The Effect of Common Currencies on Trade », *Economic Policy*, vol. 15, n° 30.