

L'AVENIR DE L'EURO

Paul De Grauwe

London School of Economics

Yuemei Ji

University College London

Nous identifions trois problèmes structurels au sein de la zone euro. Premièrement, il y a un manque d'instruments pour corriger les divergences de compétitivité. Ceci a pour effet d'introduire un biais déflationniste dans le système.

Deuxièmement, les marchés des titres souverains dans la zone euro sont fragiles, ce qui en temps de crise entraîne des mouvements de capitaux déstabilisateurs. Cette fragilité provient du fait que les gouvernements des pays membres de l'Union monétaire émettent leurs dettes dans une devise sur laquelle ils n'ont aucun contrôle. Ceci peut induire des crises de liquidités auto-réalisatrices.

Troisièmement, il y a un cercle vicieux entre les obligations souveraines et les banques, ce qui signifie que les risques des banques deviennent des risques souverains et vice versa.

La résolution de ces problèmes ne peut se faire que par le biais d'une plus grande union politique et budgétaire. L'union budgétaire implique une consolidation des dettes publiques nationales en une dette publique de la zone euro, et un budget commun qui a la capacité de stabiliser les mouvements conjoncturels au niveau de la zone euro. Tout cela n'est possible que dans le contexte d'une union politique.

Partant du constat que la volonté de progresser dans l'unification politique et budgétaire est faible, nous sommes obligés de conclure que, sans cette volonté, la fragilité de la zone euro ne disparaîtra pas. L'avenir de l'euro n'est donc pas garanti.

Mots clés : zone euro, divergences de compétitivité, crise de liquidité, union politique et budgétaire, zones monétaires optimales.

Même si la reprise économique actuelle incite à l'optimisme quant à l'avenir de la zone, la question de l'avenir de la monnaie unique reste malheureusement à l'ordre du jour. En effet, cette conjoncture favorable masque de profonds déséquilibres structurels. Dès lors, comment peut-on s'assurer que la zone euro survivra ? C'est la question que nous abordons ici.

Pour y répondre, il est important de partir des erreurs de conception de la zone euro telles qu'elles ont été identifiées par les économistes (pour une analyse des différents points de vue des économistes, voir notamment Baldwin et Giavazzi, 2015). Nous nous intéresserons plus particulièrement à trois erreurs de conception, ce qui nous permettra ensuite de discuter des solutions possibles afin d'envisager sereinement l'avenir de l'euro.

1. Les erreurs de conceptions

1.1. La zone euro n'est pas une zone monétaire optimale

L'union monétaire européenne ne dispose pas de mécanismes capables de faire face à des évolutions économiques divergentes entre pays, ce que les économistes appellent les chocs asymétriques. Ces évolutions divergentes entraînent souvent des déséquilibres importants des balances courantes, certains pays accumulant des déficits extérieurs tandis que d'autres enregistrent des surplus.

Certains mécanismes visant à corriger ces déséquilibres, comme les « dévaluations internes », sont très coûteux en termes de croissance et d'emploi, donnant lieu à des bouleversements sociaux et politiques. Ces dévaluations visent à faire baisser les salaires et les prix afin de regagner de la « compétitivité ».

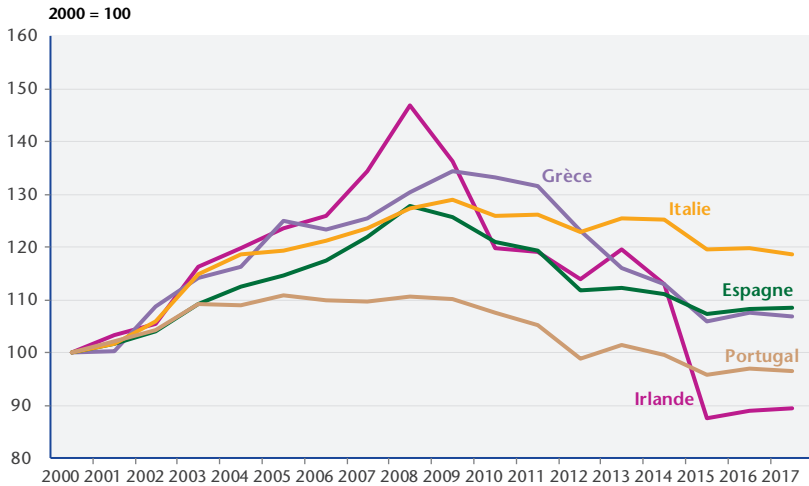
À l'évidence, les pays confrontés à de tels déséquilibres qui disposent de leur propre monnaie peuvent dévaluer ou réévaluer leur monnaie.

Dans une union monétaire, les pays confrontés à des déficits extérieurs vont être contraints d'intensifier les politiques de réduction des dépenses, ce qui entraîne inévitablement une augmentation du chômage et des difficultés considérables pour des millions de personnes.

Ce problème a été reconnu par les économistes à l'origine de la théorie des zones monétaires optimales (Mundell, 1961 ; McKinnon, 1963 ; Kenen, 1969).

Les graphiques 1 et 2 illustrent ces déséquilibres. Le graphique 1 montre l'évolution des coûts salariaux unitaires relatifs dans les pays périphériques. Avant 2008, ces pays ont connu une réduction massive de leur compétitivité (augmentation des coûts salariaux unitaires relatifs). Puis, pour gérer les effets de la crise, les pays périphériques ont mis en place des dévaluations internes de grande ampleur. Les forces déflationnistes ont alors œuvré, provoquant une profonde récession et une augmentation du chômage.

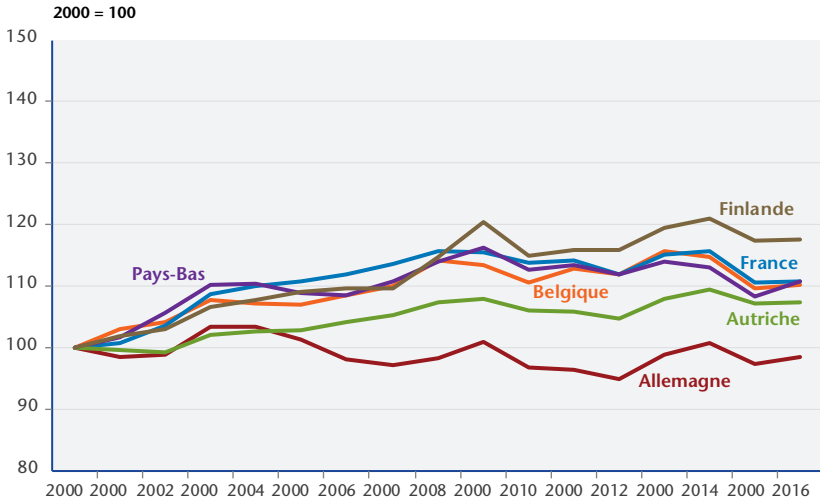
Graphique 1. Coûts salariaux unitaires relatifs dans les pays en périphérie de la zone euro



Source : European Commission, AMECO.

Le graphique 2 montre, à l'inverse, que les pays du centre n'ont pas perdu en compétitivité dans les années d'avant-crise. Après 2008, ils n'ont pas non plus pratiqué des politiques de réévaluation interne au sein de leurs économies. En conséquence, l'ensemble des coûts d'ajustement a été supporté par les pays de la périphérie, c'est-à-dire les pays en déficit extérieur.

Graphique 2. Coûts salariaux unitaires relatifs dans les pays du centre de la zone euro



Source : European Commission, AMECO.

1.2. La fragilité des dettes souveraines dans la zone euro

Comme le souligne De Grauwe (2011), la fragilité de la zone euro provient du fait que les pays membres de l'union monétaire émettent des titres de créance dans une devise sur laquelle ils n'ont aucun contrôle. En conséquence, les gouvernements de ces pays ne peuvent plus garantir que des liquidités seront toujours disponibles pour rembourser la dette publique. Cette absence de garantie fournie par les gouvernements de la zone euro peut à son tour déclencher des crises de liquidité auto-réalisatrices (un arrêt brutal) pouvant dégénérer en problèmes de solvabilité. Dans ce cas, la sortie massive des liquidités des pays confrontés à des difficultés va empêcher leurs gouvernements de refinancer la dette à un taux d'intérêt raisonnable.

Cette dynamique peut entraîner les pays vers un mauvais équilibre, caractérisé par des taux d'intérêt croissants qui déclenchent des mesures d'austérité excessives, ce qui conduit à une spirale déflationniste qui aggrave la crise budgétaire (De Grauwe, 2011 ; De Grauwe et Ji, 2012). C'est exactement ce qui s'est passé pendant la crise de la dette souveraine en 2010-2012. Cet épisode a également montré à quel point les marchés obligataires gouvernementaux dans une union monétaire peuvent devenir instables en l'absence d'un filet de sécurité fourni par une banque centrale.

1.3. Le cercle vicieux entre risque souverain et secteur bancaire

L'absence d'un filet de sécurité pour les dettes souveraines dans une union monétaire crée également la possibilité de générer un cercle vicieux entre le risque souverain et le secteur bancaire. Lorsque les taux souverains sont entraînés vers un mauvais équilibre du fait de perte de confiance auto-réalisatrice sur les marchés financiers, il devient très probable que les banques nationales connaîtront des problèmes de solvabilité. La raison en est que les banques nationales sont les principaux détenteurs des obligations souveraines. Lorsque la valeur de celles-ci chute, les banques nationales subissent des pertes qui peuvent les conduire à l'insolvabilité. Un cercle vicieux est enclenché lorsque la crise de la dette souveraine engendre une crise bancaire. La causalité inverse est cependant possible comme l'a montré la crise irlandaise : dans ce cas, une crise bancaire interne oblige le gouvernement à intervenir pour sauver le système bancaire. Cela nécessite généralement que le gouvernement s'endette davantage, créant ainsi un risque d'insolvabilité.

2. Refonte de la zone euro

2.1. Comment gérer le problème de non optimalité de la zone euro ?

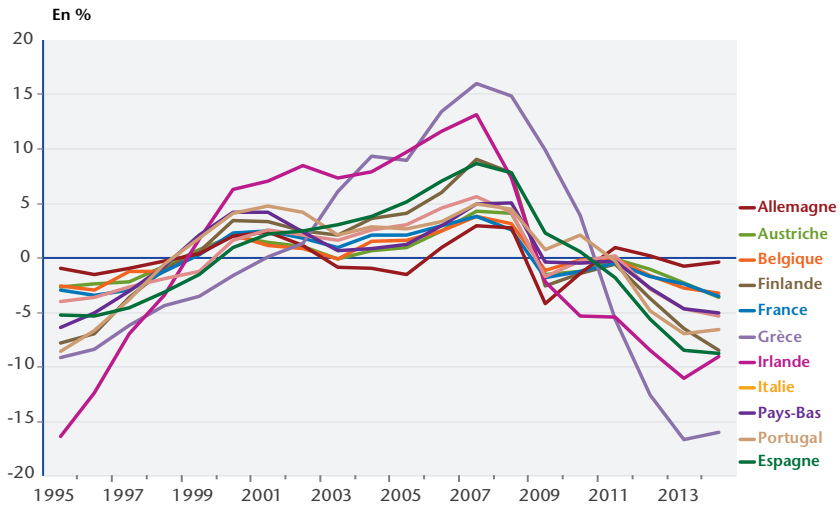
La réponse usuelle tirée de la théorie des zones monétaires optimales est que les pays membres d'une union monétaire doivent procéder à des réformes structurelles afin de rendre leurs marchés du travail et des produits plus flexibles. En augmentant la flexibilité des marchés grâce aux réformes structurelles, les coûts de l'ajustement aux chocs asymétriques peuvent être réduits et la zone euro pourrait ainsi devenir une zone monétaire optimale. Cette idée, très influente, a conduit les pays de la zone euro à mettre en place des réformes structurelles.

On oublie souvent que, même si les arguments théoriques en faveur de la flexibilité sont forts, en pratique, les effets de la flexibilité sont rudes. Cela signifie des réductions de salaires, des allocations de chômage moins élevées, des salaires minimums plus bas, des licenciements plus faciles. Les personnes touchées par les réformes structurelles risquent de se tourner vers les partis politiques qui promettent un autre moyen de régler le problème, y compris la solution consistant à sortir de la zone euro. D'un point de vue économique, la flexibilité est la solution. Mais, d'un point de vue social et politique, la flexibilité peut

devenir un problème. Prôner la flexibilité comme solution aux problèmes risque d'accroître le nombre d'opposants à l'union monétaire, ce qui, avec le temps, conduira à un élan politique en faveur d'une sortie de l'union.

Une deuxième raison doit nous inciter à considérer les réformes structurelles avec prudence : la nature des chocs asymétriques que nous avons observée a été très différente des chocs asymétriques analysés dans la littérature des zones monétaires optimales. En fait, les cycles économiques dans la zone euro sont relativement bien synchronisés, comme le montre le graphique 3. La plupart des pays de la zone euro ont connu une période d'expansion de 2000 à 2007 puis, en 2008, ils sont entrés dans une phase de récession puis de ralentissement. Là où il y a asymétrie, c'est dans l'amplitude d'un même cycle. Certains pays (Irlande, Espagne, Grèce) ont connu une très forte expansion et, par la suite, une récession profonde et prolongée. D'autres pays (Belgique, Allemagne, France, Italie, Pays-Bas) ont connu une période de croissance beaucoup plus modérée, suivie d'une récession moins intense. L'Allemagne se distingue avec des hauts et des bas dont l'amplitude est la plus faible.

Graphique 3. Composante cyclique du PIB



Note : La composante cyclique est obtenue en appliquant un filtre HP (coefficient 1600) au taux de croissance du PIB.

Source : Eurostat.

En résumé, s'il existe une asymétrie dans les mouvements du cycle en zone euro, c'est dans l'amplitude du cycle. Cette asymétrie a conduit

les pays du groupe connaissant les plus fortes amplitudes cycliques à être très durement touchés par la récession, entraînant une explosion de leur dette publique. C'est à ce moment que le second problème de la zone euro s'est matérialisé. Les marchés ont singularisé ces pays, entraînant des sorties massives de capitaux du groupe de pays à forte amplitude vers celui à faible amplitude cyclique. Au final, l'ensemble de la zone euro a été déstabilisé. Ce type de problème risque de surgir chaque fois que la zone euro entre en récession car certains pays seront plus touchés que d'autres. En conséquence, d'importants flux de capitaux internes risquent de déstabiliser davantage le système.

Les implications de ces différences dans l'amplitude cyclique en termes de gouvernance de la zone euro sont que les efforts de stabilisation du cycle économique devraient être renforcés relativement aux efforts déployés pour imposer des réformes structurelles. Cela ne veut pas dire que les réformes structurelles sont inutiles, mais plutôt que les efforts visant à créer des mécanismes stabilisant les cycles économiques de la zone euro devraient être renforcés.

Lissage inter-pays versus inter-temporel

De nombreuses propositions ont été faites pour créer un espace fiscal au niveau de la zone euro sous la forme d'un système commun d'assurance chômage (voir par exemple le rapport Four Presidents (2012), Enderlein *et al.* (2012), Beblavy *et al.* (2015), Alcidi et Thirion (2015), Aparisi et Ragot (2017)).

L'analyse précédente suggère que les régimes communs d'assurance-chômage devraient mettre l'accent sur un lissage « au fil du temps » et moins sur le lissage « entre pays ». Cela peut être réalisé en permettant au régime commun d'assurance chômage d'accumuler des déficits à certaines périodes et des excédents à d'autres. La règle fiscale qui pourrait être imposée est que le régime d'assurance s'équilibre sur le cycle économique.

Les efforts nationaux de stabilisation ne fonctionnent pas et introduisent un élément d'instabilité dans une union monétaire, principalement parce que les pays les plus touchés par les chocs conjoncturels ne vont pas pouvoir se stabiliser en union monétaire. Ainsi, lorsque les chocs récessionnistes dominent, il serait nécessaire de suivre une approche commune pour stabiliser les cycles économiques. Une union budgétaire peut fournir cela. En centralisant une partie des budgets nationaux dans un budget commun géré par une autorité

politique commune, les différentes augmentations des déficits budgétaires résultant d'une récession (commune) se traduisent par un déficit budgétaire au niveau de l'union. En conséquence, les flux de liquidités déstabilisants entre les pays disparaissent et l'autorité budgétaire commune peut permettre aux stabilisateurs automatiques du budget de jouer leur rôle dans le lissage du cycle économique. En fait, parce qu'un budget commun génère également des transferts implicites entre pays, les pays qui connaissent la récession la plus profonde profiteront surtout des effets de stabilisateurs automatiques du budget commun. En conséquence, un budget commun constitue le moyen le plus efficace de stabiliser le cycle économique.

La discussion précédente montre qu'il existe une interaction entre ce que nous avons appelé le problème de non optimalité de la zone euro et le problème de sa fragilité. C'est parce que les marchés des obligations d'État manquent de filet de sécurité que la zone euro devient instable pendant les récessions. Cela rend impossible l'utilisation des stabilisateurs automatiques au niveau national, obligeant l'union monétaire à assurer une stabilisation au niveau de l'union. Ainsi, la fragilité de la zone euro implique que la stabilisation ne peut être réalisée exclusivement au niveau national et qu'un outil de stabilisation commun devient nécessaire.

2.2. Comment traiter le problème de la fragilité ?

Considérons maintenant les solutions à apporter au second problème de la zone euro, à savoir sa fragilité. La BCE a un rôle central à jouer ici. En promettant de fournir un soutien illimité sur les marchés des obligations d'État en temps de crise, il est possible de mettre un terme aux crises de liquidité susceptibles d'apparaître chaque fois que la zone euro connaîtra une récession, c'est-à-dire les crises de liquidité qui entraînent d'importantes sorties de capitaux d'un pays à l'autre dans la même union monétaire.

La BCE avait identifié ce problème lorsqu'elle a lancé, en 2012, son programme d'opérations monétaires sur titres ou OMT (en anglais, *Outright Monetary Transactions*). Cela a certainement contribué à pacifier les marchés financiers à ce moment-là et d'éviter l'effondrement de la zone euro.

Il est donc nécessaire de savoir si le programme d'OMT est crédible dans le cadre d'une utilisation future. Le problème de crédibilité provient du fait que, lors d'une utilisation du programme d'OMT, la

BCE devra décider si la crise à laquelle elle est confrontée est due à un problème de liquidité ou de solvabilité. Si elle pense qu'il s'agit d'un problème de liquidité, elle devrait intervenir. Mais si elle pense qu'il s'agit d'un problème de solvabilité, elle ne devrait pas. Dans ce dernier cas, les gouvernements devront décider s'ils soutiennent ou non le gouvernement en difficulté.

Cela crée des problèmes politiques importants que la BCE ne peut pas assumer. Il est généralement très difficile de déterminer si le problème est dû à un manque de liquidités ou à une insolvabilité. Cette difficulté rend difficile l'intervention de la BCE sans créer de controverse. Lors de la crise grecque de 2015, la BCE a décidé que le problème de la Grèce était lié à l'insolvabilité de son État. Elle a par conséquent refusé de soutenir le marché des obligations grecques, ce qui a précipité la crise et provoqué des conflits politiques intenses dans la zone euro.

Sommes-nous certains de la volonté de la BCE de fournir des liquidités aux États lors des prochaines crises. La crédibilité de l'OMT est limitée : il ne s'agit pas d'un mécanisme d'assurance infaillible qui stabilisera les marchés lors des prochaines crises.

Ce problème n'existe pas dans les pays ayant une autonomie monétaire. L'engagement de la banque centrale à soutenir le prix des titres souverains en période de crise est inconditionnel. Par conséquent, sa crédibilité est de 100 %. Cela a cependant un prix, car cela implique que cet engagement réduise la crédibilité de la banque centrale à stabiliser les prix.

Le seul moyen de résoudre le manque de crédibilité de la BCE en tant que prêteur en dernier ressort sur le marché des obligations d'État consiste à créer une union budgétaire, consistant à consolider une partie importante de la dette nationale en une dette de la zone euro. Cet objectif pourrait être atteint par l'émission d'euro-obligations bénéficiant d'une co-responsabilité des gouvernements émetteurs (voir Delpla et von Weizsäcker, 2010 ; De Grauwe et Moesen, 2010). Une telle consolidation imite la relation existante entre la banque centrale et le gouvernement dans un pays autonome. Cela rend la crédibilité du soutien à la liquidité de l'État souverain étanche et élimine les flux de capitaux déstabilisants au sein de l'union. Il est évident qu'une telle consolidation ne peut avoir lieu que si elle est intégrée dans une union politique, caractérisée par un gouvernement central qui a le pouvoir de taxer et de dépenser.

2.3. Vers une union bancaire

Afin de mettre un terme au cercle vicieux entre le risque souverain et le secteur bancaire domestique, il est désormais généralement admis qu'il est nécessaire de créer une union bancaire dans la zone euro. Cela permettra de résoudre les crises bancaires au niveau de l'union, d'isoler le risque souverain des conséquences des crises bancaires et aussi d'éliminer le lien inverse entre risque souverain et secteur bancaire.

En juin 2012, un premier pas vers la création d'une union bancaire a été réalisé. Il a ainsi été décidé de créer un superviseur commun pour les (grandes) banques de la zone euro.

Ce qui manque encore à l'heure actuelle, c'est un cadre de résolution commune effectif, c'est-à-dire un système permettant de résoudre une crise bancaire au niveau de la zone euro. Des progrès ont été réalisés dans la mise en place d'un mécanisme de résolution unique (MRS) en zone euro. Fin 2013, un accord a été conclu pour la création d'un fonds de résolution de 55 milliards d'euros. Cet accord a été critiqué pour son insuffisance. En outre, sa gouvernance est si complexe qu'elle soulève des questions sur son efficacité en temps de crise. Le mécanisme de résolution commune créé en 2013 semble ainsi peu à même de faire face aux futures crises bancaires.

En conclusion, nous sommes encore loin d'une union bancaire complète. Une telle union bancaire comporte trois volets : une supervision commune, une résolution commune et une assurance-dépôts commune. Le premier volet est une réalité ; le second est partiellement réalisé ; le troisième est complètement absent. En conséquence, la zone euro n'est toujours pas préparée à faire face à une crise bancaire majeure.

3. Conclusion

Nous avons identifié les moyens d'éliminer la fragilité de la zone euro, afin de lui permettre de survivre. Mais ces conditions sont politiquement très intrusives, nécessitant un transfert de souveraineté très important des États-nations à une autorité centrale de la zone euro. La seule conclusion possible est que cela est politiquement impossible aujourd'hui.

L'histoire nous apprend que ce que l'on considère comme politiquement impossible à un moment donné peut rapidement devenir possible lorsque les conditions deviennent extrêmes. Néanmoins, une

union politique telle que celle que nous avons énoncée semble aujourd'hui hors de portée pour la plupart d'entre nous.

Il y a deux réactions possibles à cette situation. L'une est de désespérer et de conclure qu'il serait préférable de dissoudre l'union monétaire. « Cela ne marchera jamais de toute façon ». L'autre réaction est de dire « Oui, ce sera très difficile, et les chances de succès sont minces, mais essayons quand même ». C'est la position que nous adoptons.

Si l'on adopte cette attitude, on en arrive rapidement à conclure que le succès ne peut être obtenu que par une stratégie de petites étapes. Une approche révolutionnaire ne fonctionnera tout simplement pas.

Quelles sont ces petites étapes ?

Nous en voyons essentiellement deux. L'une consiste à créer un espace budgétaire au niveau de la zone euro. Un exemple est un régime commun d'assurance chômage qui fournirait une assurance à la composante cyclique du chômage (afin de minimiser les problèmes d'aléa moral). Ce régime d'assurance devrait s'équilibrer sur le cycle économique.

Une autre petite étape consiste à mettre en place un programme limité de consolidation de la dette. De façon à résoudre les problèmes d'aléa moral que cela pose, la meilleure solution consiste à introduire un élément de coassurance. Cela peut être fait en limitant l'émission commune des obligations d'État à un pourcentage donné du PIB, par exemple 60 %. Toute émission au-delà de cette limite ne peut être faite que de chaque gouvernement (voir Delpla et von Weizsäcker, 2010, De Grauwe et Moesen, 2009).

Ce sont de petites étapes. Cependant, même ces petites étapes se heurtent à une forte hostilité et seront difficiles à mettre en œuvre. Il faudra pourtant prendre ces mesures si nous voulons éviter la future désintégration de la zone euro.

Nous sommes obligés de conclure que, sans la volonté de progresser dans l'unification politique et budgétaire, la fragilité de la zone euro ne disparaîtra pas. L'avenir de l'euro n'est pas garanti.

Références

Alcidi C. et G. Thirion, 2015, *Feasibility et Added Value of a European Unemployment Benefit Scheme*, Interim Report, CEPS, Bruxelles.

- Apparisi de L. Lannoy et X. Ragot, 2017, « Une (ré)assurance chômage européenne », *OFCE Policy brief*, n° 28, novembre.
- Baldwin R. et F. Giavazzi, 2015, The Eurozone crisis: A consensus view of the causes et a few possible solutions, *VoxEU*, septembre, <http://www.voxeu.org/article/eurozone-crisis-consensus-view-causes-and-few-possible-solutions>.
- Beblavy M., G. Marconi et I. Maselli, 2015, *European Unemployment Benefits Scheme: The Rationale and the Challenges Ahead*, CEPS Special Report, Centre for European Policy Studies, septembre.
- De Grauwe P. et W. Moesen, 2009, « Gains for All: A Proposal for a Common Eurobond », *Intereconomics*, mai/juin.
- De Grauwe, P., 2011, « The Governance of a Fragile Eurozone », *CEPS Working Documents, Economic Policy*, mai, <http://www.ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone>.
- De Grauwe P. et Y. Ji, 2015, « Has the Eurozone Become Less Fragile? Some Empirical Tests », *Journal of Policy Modeling*, vol. 37, n° 3, pp. 404-414.
- De Grauwe P. et Y. Ji,, 2015b, *Flexibility versus stability. As difficult tradeoff in the Eurozone*, mimeo.
- Delpla J. et J. von Weizsäcker, 2010, « the Blue Bond Proposal », *Bruegel Policy Brief*, mai.
- Enderlein H. *et al.*, 2012, « Completing the Euro. A road map towards fiscal union in Europe », *Report of the Tomaso Padoa-Schioppa Group*, Notre Europe, juin.
- European Commission, 2017a, Banking Union, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/bankingand-finance/banking-union_en.
- Four President Report, 2012, « Toward a genuine economic and monetary union », <https://www.consilium.europa.eu/media/33785/131201.pdf>.
- Hammond G. et J. von Hagen, 1993, « Regional Insurance against Asymmetric Shocks: An Empirical Study », *discussion paper*, University of Mannheim.
- Méltz J. et S. Vori, 1993, « National Insurance Against Unevenly Distributed Shocks in a European Monetary Union », *Recherches Economiques de Louvain*, n° 59, pp.1-2.
- Rebooting Consensus Authors, 2015, <http://www.voxeu.org/article/euro-crisis-consensus-narrative>.
- Sapir A., 2015, « Architecture reform for an heterogeneous EMU: National vs. European institutions », Paper presented at the Conference organized by the Bank of Portugal, *Adjustment in European Economies in the Wake of the Economic Crisis*, Lisbonne, 9 mai.
- Van Rompuy H. in close collaboration with Barroso J. M., Juncker J. C., Draghi M., 2012, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, European Council, 5 décembre, Final Report.