

Le futur de l'euro

Jacques Mazier

Des déséquilibres intra-européens structurels

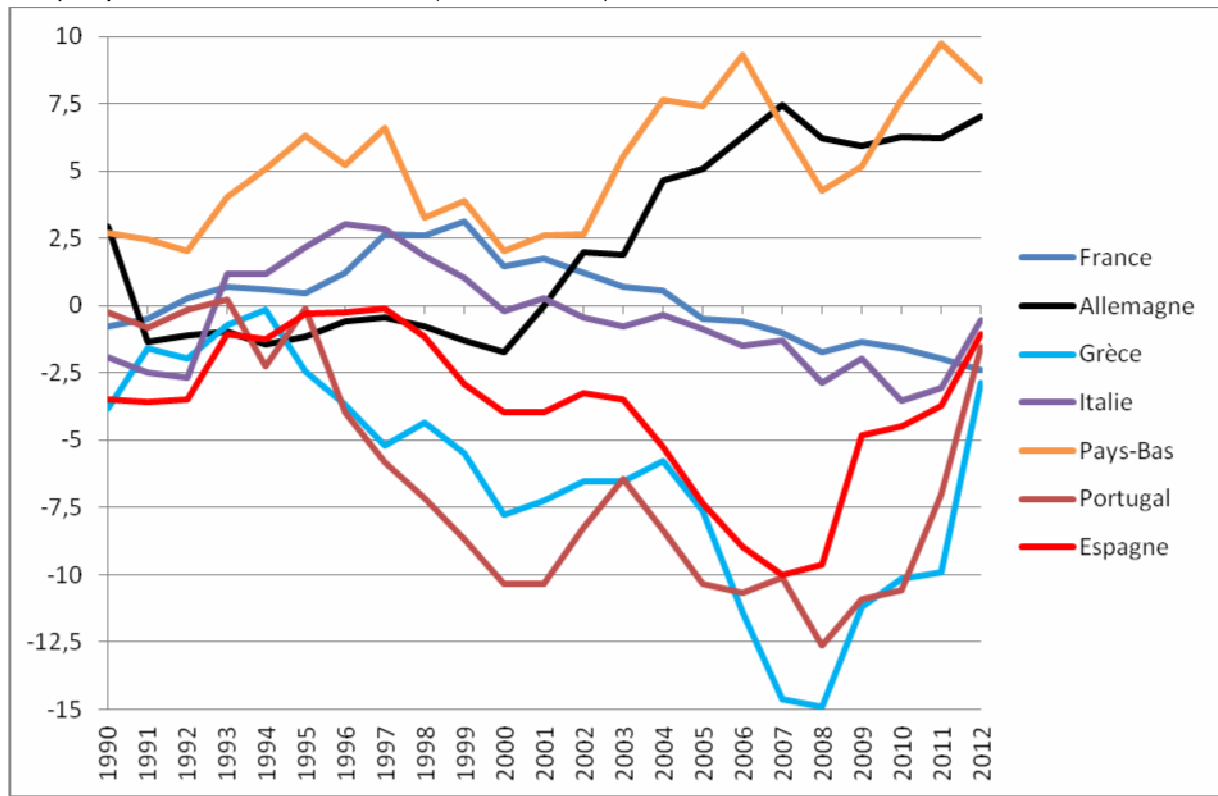
Après la mise en place de l'euro les divergences entre les pays de l'Union monétaire se sont accrues d'une manière insoutenable. Les pays du nord (Allemagne, Pays-Bas, Autriche et Finlande) ont poursuivi des politiques de compression des coûts salariaux pour accroître leur compétitivité et gagner des parts de marché. La croissance de leur demande interne a été bridée, ce qui a contribué au freinage de l'ensemble de la zone. Les excédents de leur balance courante ont fortement progressé. Les pays du sud de l'Europe ont, au contraire, connu une croissance tirée par le boom immobilier (Espagne, Irlande) et l'endettement que favorisait une politique monétaire accommodante. Les prix et les coûts ont dérapé. Les balances courantes sont devenues fortement négatives. Ces évolutions n'étaient pas jugées alarmantes : l'Espagne, le Portugal et l'Irlande étaient des modèles de rigueur budgétaire et un voile pudique était jeté sur le cas de la Grèce. Avec la crise financière de 2008 l'activité a chuté, les déséquilibres budgétaires se sont profondément creusés mais les déficits courants se sont réduits dans certains pays (graphiques 1 et 2). Pour l'essentiel la réduction des déficits courants des pays de l'Europe du sud ne résulte cependant pas d'une amélioration de leurs exportations (sauf un peu dans le cas de l'Espagne), mais de la chute de leurs importations, conséquence directe de la dépression que connaissent ces pays.

Les mesures adoptées par étapes successives depuis 2010 face à la crise de la zone euro ont été des réponses partielles prises en catastrophe. Elles ont permis de gagner du temps sans apporter de remèdes appropriés aux déséquilibres structurels qui caractérisent la zone euro. L'Union monétaire repose sur un modèle fondamentalement déséquilibré. Les changements de parité étant impossibles, il n'existe plus de mécanismes d'ajustement pour corriger les évolutions divergentes qui affectent les différents pays de la zone euro en raison de leur grande hétérogénéité. Aucun fédéralisme budgétaire ou mécanisme d'assurance budgétaire n'a été mis en place. L'idée selon laquelle une intégration financière accrue permettrait de créer des mécanismes de stabilisation suffisants et de faire l'économie d'un fédéralisme budgétaire avait été largement véhiculée par la Banque centrale européenne et la Commission durant les années 2000. Cette thèse s'est révélée largement erronée. La diversification financière a provoqué la propagation des déséquilibres, et non pas la compensation des chocs.

Restent les mécanismes d'ajustement par les prix relatifs, encore appelés « déflation interne » ou « dévaluation réelle », c'est-à-dire la compression des prix et des salaires, les réductions d'effectifs et les politiques d'austérité. Ces mécanismes ne sont efficaces qu'à long terme pour réduire les déséquilibres, d'une manière inégale selon les pays, et entraînent à court terme un freinage de la croissance et une montée du chômage. Ils sont d'autant moins efficaces qu'ils sont mis en œuvre d'une manière généralisée dans un grand nombre de pays interdépendants, mais d'autant plus efficaces que les pays concernés sont de petite taille. C'est la politique imposée aux pays de l'Europe du sud. Les résultats sont sans surprise : baisse de la production et montée du chômage pour faire baisser les coûts, mais avec une réduction des déséquilibres budgétaires qui ne peut qu'être lente et

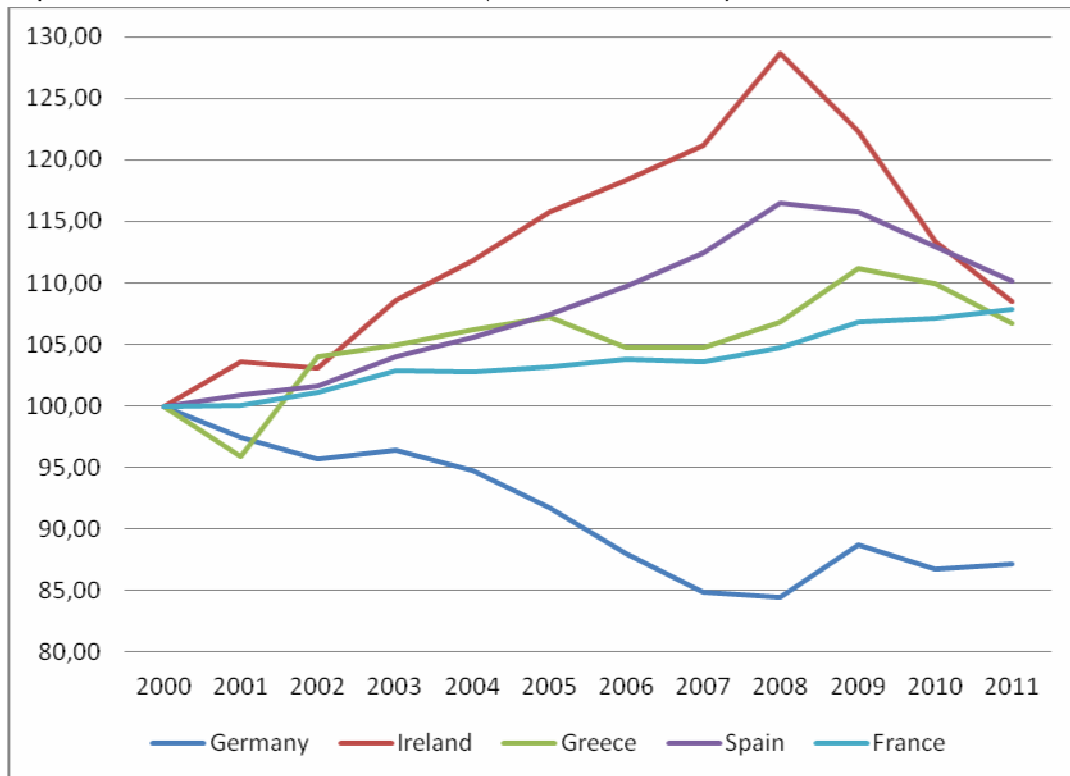
partielle du fait de la contraction des recettes fiscales. La Commission européenne, après le FMI, a d'ailleurs du reconnaître les limites de cette politique.

Graphique 1 : Balance courante (en % du PIB)



Source : Eurostat

Graphique 2 : Coût salarial unitaire relatif (base 100 en 2000)



Source : Eurostat

Cette situation reflète un constat simple. Au niveau de la zone euro dans son ensemble la balance courante est proche de l'équilibre, bien que les excédents courants de la zone se soient accrus depuis trois ans, surtout au bénéfice de l'Allemagne. Les déficits publics sont plus faibles que dans d'autres pays de l'OCDE. L'euro, pris globalement, est proche de sa parité d'équilibre. Dévaluer l'euro faciliterait sans doute la résorption de la crise, mais au détriment des autres régions de l'économie mondiale. Ce serait une politique unilatérale sans fondement objectif et qui contribuerait à aggraver les déséquilibres internationaux. Par contre, les déséquilibres intra-européens sont considérables. L'euro est fortement surévalué pour les pays de l'Europe du sud et pour la France, et, au contraire, fortement sous-évalué pour les pays d'Europe du nord, en particulier pour l'Allemagne (Jeong, Mazier et Sadaoui, 2010). Dans l'hypothèse d'un flottement, l'euro allemand s'apprécierait très significativement tandis que l'euro espagnol, portugais ou grec se déprécierait fortement. Les estimations des désajustements de change donnent des ordres de grandeur importants : entre 2008 et 2011, l'euro espagnol et grec aurait été surévalué de 20 à 40%, l'euro portugais de 20 à 30%, l'euro franc de 13% tandis que l'euro mark aurait été au contraire sous-évalué de 22%.

Ces désajustements de change reflètent une hétérogénéité structurelle entre le nord (Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Finlande) et le sud (Italie, Espagne, Portugal, Grèce) de l'Europe. La France se trouve, à bien des égards, en position intermédiaire entre les deux Europe. Quelques indicateurs permettent d'illustrer cette hétérogénéité.

En premier lieu, le nord de l'Europe est plus spécialisé dans les produits manufacturés (environ 20% de la valeur ajoutée totale dans chaque pays) tandis que le sud de l'Europe est de plus en plus spécialisé dans les biens non échangeables (bâtiment, commerce, tourisme) avec une part décroissante du secteur manufacturier (de 16% en 2000 à 13% de la valeur ajoutée totale en 2010). En deuxième lieu, la taille des firmes industrielles est nettement plus petite en Grèce, au Portugal, en Espagne et Italie que dans le reste de l'Europe. Un tiers des firmes industrielles grecques ont moins de 10 salariés, contre seulement 4% des firmes en Allemagne. Seulement 19% des firmes industrielles portugaises ont 250 salariés ou plus, comparé avec 55% en Allemagne. Les petites firmes ont, en général, une plus faible productivité. Ainsi la productivité des firmes européennes avec moins de 20 salariés n'est égale qu'à un peu plus de la moitié de celle des firmes ayant plus de 250 salariés. En troisième lieu, l'effort d'innovation est significativement plus faible au sud qu'au nord. La part de R&D dans le PIB est de 1.5% au lieu de 2.6% dans le Nord. De même, le nombre de brevets déposés par habitant est trois fois plus faible au sud qu'au nord. Enfin, la population active est clairement moins qualifiée au sud qu'au nord (OCDE, 2010).

Ces désajustements de change bloquent la croissance et creusent les déficits des finances publiques et des balances courantes au sud tandis que la croissance au nord est soutenue par les exportations, notamment vers le reste de la zone euro, facilitant la réduction des déficits publics. Ces désajustements monétaires accroissent les coûts des producteurs du sud et allègent ceux de leurs concurrents du nord pour des montants considérables. Un résultat synthétique est donné par pays, en moyenne pour trois sous-périodes entre 2000 et 2011, compte tenu des désajustements de change observés et des degrés d'ouverture des pays (voir tableau 1),

Tableau 1: Accroissement ou réduction des coûts induit par les désajustements de change observés (en % du PIB de chaque pays)

	2000-2004	2005-2008	2009-2011
Allemagne	-4,2	-11,2	-12,1
Pays-Bas	-3,7	-8,0	-9,3
Autriche	-6,8	-10,1	-8,7
Irlande	-3,7	5,7	-6,8
Finlande	-12,0	-7,5	-2,0
Italie	-2,0	-1,4	-0,6
France	-3,6	4,3	5,1
Espagne	4,1	31,9	5,7
Grèce	2,6	12,9	9,2
Portugal	14,6	29,8	13,9

Source : Duwicquet, Mazier et Saadaoui, 2012

La sous-évaluation de l'euro pour les pays du nord de la zone euro se traduit par des réductions de leurs coûts unitaires. Leurs exportations sont de facto subventionnées, les producteurs nationaux bénéficient d'un avantage par rapport aux importateurs dont les prix sont accrus. Ces réductions de coûts étaient en moyenne de l'ordre de 10% du PIB par an au milieu des années 2000. Les pays du sud de la zone euro (Portugal, Espagne et Grèce) se trouvent dans la situation opposée. Du fait de la surévaluation de leur monnaie, ils supportent des coûts de production additionnels. Leurs exportations sont renchéries. Les producteurs nationaux font face à des importateurs dont les prix sont abaissés. La France, bien que moins touchée, n'en subit pas moins des coûts supplémentaires de l'ordre de 5% du PIB depuis le milieu des années 2000. Il en a été de même pour l'Irlande mais celle-ci a pratiqué, depuis l'ouverture de la crise, une politique drastique de dévaluation réelle qui a inversé la situation. L'Italie est demeurée en matière de change dans une situation plus proche de l'équilibre.

Ces accroissements ou réduction de coûts liés aux désajustements de change entre pays européens ont un impact macroéconomique important. Un pays d'Europe du sud surévalué, pénalisé par un accroissement de ses coûts de production par rapport à ses concurrents, voit son commerce en valeur se détériorer, sa croissance en volume freiner, son emploi se dégrader et ses prix baisser. Exprimée en monnaie domestique, sa production baisse, comme son niveau d'emploi. Mais exprimée en monnaie internationale, c'est-à-dire en dollar, sa production se trouve accrue grâce à la surévaluation de sa monnaie. Plus de pouvoir d'achat international, mais moins d'emploi et plus de chômeurs en résumé. Inversement, un pays d'Europe du nord à la monnaie sous-évaluée bénéficie d'un allègement de ses coûts par rapport à ses concurrents. Son commerce extérieur s'améliore, sa croissance en volume est stimulée, son emploi augmente. Exprimée en monnaie

domestique, sa production s'accroît mais elle est moindre en monnaie internationale. Le niveau d'emploi est plus élevé en Allemagne que si le deutschemark avait été conservé. Mais en dollar les Allemands sont plus pauvres.

La cocotte-minute européenne¹

La construction européenne, et plus particulièrement la zone euro, est dans l'impasse. La stratégie des gouvernements européens se ramène à deux axes : la généralisation de politiques d'austérité pour mener à bien des déflations internes (c'est-à-dire des compressions de salaires, d'emploi et de prix) et réduire les déficits publics ; la mise en place, par étapes successives et sous la contrainte, de nouvelles institutions ou règles européennes de manière à fournir les financements nécessaires aux pays en difficulté. La surveillance des politiques budgétaires a été renforcée dans le cadre de la réforme de la gouvernance européenne dite des « six pack », qui établit des règles de surveillance budgétaires et économiques et qui est entrée en application en décembre 2011 (prise en compte de nouveaux indicateurs, déficits courants et dette publique en particulier, et procédure du « premier semestre » destinée à encadrer les politiques budgétaires nationales). Le Traité budgétaire prolonge cette orientation, mais en se focalisant sur le seul problème de la discipline budgétaire et en donnant au respect de la prétendue « règle d'or » une dimension constitutionnelle. Seuls les pays respectant le Traité budgétaire pourront recevoir des financements du Mécanisme européen de stabilité (voir l'ouvrage « L'Europe maltraitée », 2012).

La voie est des plus étroites et le processus de réformes institutionnelles est loin d'avoir abouti. Tout concourt au blocage de la croissance, particulièrement dans l'Europe du sud, rendant problématique la gestion de la dette publique qui focalise l'essentiel de l'attention. Cette stratégie ne peut se comprendre que du double point de vue des pays de l'Europe du nord et de l'« élite européenne », c'est-à-dire les classes dominantes et la technocratie européenne. Les premiers tirent leur épingle du jeu, même s'ils souffrent par contrecoup de l'effondrement de la croissance dans le sud. L'« élite européenne » utilise le contexte de crise pour franchir une nouvelle étape dans la mise en œuvre des politiques libérales: réduction des dépenses sociales qui vont accroître les inégalités et conduire les ménages à recourir davantage à l'assurance privée, encadrement budgétaire plus strict qui va réduire la place de l'État et les dépenses d'avenir dans l'éducation et la recherche, poursuite ou relance des opérations de privatisation, refus d'harmoniser la fiscalité européenne et d'imposer davantage les revenus financiers, les hauts revenus et les patrimoines importants qui ont bénéficié d'allègements fiscaux considérables, flexibilisation accrue du marché du travail, absence de mesures contraignantes en matière de régulation de la finance dont la libéralisation depuis les années 1980 a pourtant été au cœur de l'essentiel des déséquilibres.

A vrai dire, même l'« élite européenne » a des doutes sur la viabilité de cette stratégie. Les tensions ont été renforcées dès juillet 2011 suite à la dégradation de la situation économique en Europe, liée à la généralisation des plans d'austérité, avec les attaques contre les dettes espagnole et italienne et contre les banques européennes très exposées à ces dettes. Sous la pression des marchés, les mesures adoptées depuis le dernier trimestre 2011 ont permis de gagner du temps avant la remontée de la pression dans

¹ Titre inspiré d'un ouvrage récent sur la crise de Duhamel et Dunoyer de Ségonzac (2013)

la cocotte-minute. Une nouvelle étape est en train d'être franchie vers « plus de fédéralisme ». Mais il s'agit d'un fédéralisme particulier, de type financier, qui prend différentes formes.

La BCE a d'abord expérimenté une nouvelle politique en offrant des crédits à 3 ans à 1% aux banques européennes à deux reprises en décembre 2011 et en février 2012 pour un montant considérable de 1000 milliards d'euros. Cette politique visait à ramener la confiance dans le secteur bancaire européen ébranlé par le rebond de la crise de la dette au second semestre 2011, à créer des conditions plus favorables à une reprise du crédit, enfin à détendre les taux sur la dette publique en espérant que les banques allaient profiter des écarts de taux pour acheter des titres publics. Il n'y a pas eu de solution miracle mais du temps a été gagné. La confiance est en partie revenue ; des quantités importantes de titres espagnols et italiens ont été achetées, ce qui a permis de détendre, momentanément, les taux, avec un risque de vulnérabilité accrue des banques en cas de rechute. Mais la reprise du crédit ne pouvait avoir lieu dans la conjoncture présente.

Le projet de mutualisation des dettes européennes par émission d'euro-obligations a été avancé par certains économistes avec différentes variantes. Une mutualisation intégrale serait difficilement envisageable. Son montant serait considérable. Elle se traduirait par un allègement des charges substantiel pour les pays les plus endettés au détriment des plus « vertueux ». Ces derniers devraient supporter des taux d'intérêt qui, même s'ils sont bas, seraient plus élevés que ceux dont ils bénéficient actuellement. Elle supposerait la mise en place d'une Agence européenne de la dette avec un strict contrôle des politiques budgétaires nationales qui priverait les États de toute possibilité de politique budgétaire autonome. Une mutualisation pour les dettes inférieures à 60% du PIB aurait une moindre ampleur, avec des conséquences voisines en termes de contrôle des politiques nationales. Les dettes supérieures à la barre des 60% supporteraient des taux très élevés avec des risques d'attaques spéculatives, ce qui rend cette solution peu attractive. Une autre proposition limiterait, à l'inverse, la mutualisation à la seule fraction des dettes dépassant le seuil des 60%. Le montant en serait moins élevé. Un tel mécanisme aiderait largement l'Italie, mais moins l'Espagne. Dans une perspective de réduction de l'endettement public à long terme, de telles euro-obligations auraient vocation à disparaître. Au total, les euro-obligations ne sont pas la solution miracle. Elles contribueraient à financer les déséquilibres structurels mais ne les réduiraient qu'à hauteur des charges d'intérêt excessives des pays du sud, ce qui n'est pas négligeable au demeurant (de l'ordre de 2 à 3% du PIB). La croissance demeurerait plus soutenue au nord qu'au sud. Face à l'opposition de l'Allemagne et de la BCE, l'idée a été repoussée *sine die* en juillet 2012 mais elle pourrait être reprise sous une autre forme.

Le Mécanisme européen de stabilité (MES) sera mis en place plus rapidement qu'initialement prévu. Il offre des prêts aux pays en difficulté à des taux d'intérêt raisonnables ou achète leurs bons du Trésor avec, en contrepartie, un strict contrôle de la politique budgétaire dans le cadre du Traité budgétaire. Les principales limites sont le faible montant des fonds mobilisables (400 milliards d'euros) en comparaison avec les risques potentiels et le fait que, pour le reste, les pays continueront à se financer sur les marchés financiers avec les mêmes contraintes qu'actuellement (les créances du MES étant prioritaires par rapport aux créanciers privés).

Un projet d'Union bancaire a été lancé en juillet 2012 en dépit des réticences allemandes (voir le chapitre 10 dans cet ouvrage). Il comprend une supervision de l'ensemble des banques par la BCE afin de briser le cercle vicieux reliant crise des dettes publiques et crise bancaire. Le projet est large et complexe. Il couvre aussi la garantie des dépôts et les modes d'intervention en cas de crise. Sa mise en place effective conditionne la possibilité d'aides directes venant du MES aux banques en difficulté sans passer par le canal des budgets nationaux.

Le rachat des titres des pays en difficulté par la BCE sans limitation est la réponse la plus globale (« l'arme nucléaire » selon certains). Cependant l'expérience du « quantitative easing » de la Banque fédérale américaine, qui a pratiqué cette politique à grande échelle, montre ses limites, avec un gonflement de l'actif de la FED qui déséquilibre de plus en plus son bilan. En outre, en cas d'engagement de la BCE à racheter les titres sans limitation, la contrepartie ne pourrait être qu'un contrôle renforcé des politiques budgétaires dont le principe et les modalités concrètes soulèvent de multiples problèmes. Malgré l'opposition de la Bundesbank, ce principe d'intervention de la BCE a été adopté en septembre 2012, mais d'une manière assez restrictive puisqu'il ne s'applique qu'aux pays ayant conclu un accord dans le cadre du MES (voir le chapitre sur la BCE dans cet ouvrage).

L'idée sous-jacente selon laquelle des mesures de nature financière (euro-bonds et mutualisation de la dette publique, rachat sans restriction de titres par la BCE, Mécanisme européen de stabilité, voire défaut souverain négocié pour les pays les plus touchés) suffiraient à surmonter la crise de la zone euro, n'est pas convaincante. Cette crise renvoie à des déséquilibres structurels liés à l'hétérogénéité des pays de la zone euro et aux évolutions durablement asymétriques qui les caractérisent. Faire cohabiter dans la même zone monétaire des pays aussi différents que la Grèce, le Portugal et l'Allemagne est difficile, sinon impossible, en l'absence de mesures appropriées pour réduire les divergences.

Face à ces problèmes le « fédéralisme financier » ne suffit pas. Même si ces mesures sont utiles, et parfois nécessaires, elles ne permettent pas de régler dans la durée les problèmes posés par l'hétérogénéité de la zone euro. L'édifice européen apparaît fondamentalement fragile et cela explique la récurrence des attaques.

Pour contenir la montée de la pression dans la cocotte-minute européenne, certaines propositions ont tenté d'ajouter un volet croissance : élargissement du rôle de la Banque européenne d'investissement, émission d'obligations liées à des projets (« project bonds ») pour financer des programmes d'investissement dans les infrastructures, les énergies renouvelables et la transition écologique. Une telle relance par l'investissement pose deux types de problèmes. Les délais de réalisation sont relativement longs alors que les facteurs de blocage sont très forts à court terme. Sauf effort de programmation, voire de planification, de grande ampleur, l'impact macroéconomique d'un tel programme de soutien de la croissance risque d'être limité. Les obstacles sont considérables et une telle programmation de l'investissement à long terme est loin de faire consensus. L'autre facteur de reprise réside dans une hausse des salaires dans l'Europe du nord, et en premier lieu en Allemagne. Rien n'est acquis dans ce domaine.

En France, le dernier épisode a été le « choc de compétitivité » qui dresse le bilan des contraintes bien réelles auxquelles se trouve confrontée l'industrie française. Mais la

mesure adoptée, un crédit d'impôt accordé aux entreprises sans contrepartie, n'est ni à la hauteur des problèmes (20 milliards d'euros représentent environ 1% du PIB alors que compenser la perte de compétitivité liée à la surévaluation de l'euro franc supposerait un effort de l'ordre de 5% du PIB, soit cinq fois plus), ni appropriée dans sa forme.

Même si les déséquilibres courants ont été réduits, les déséquilibres de balance des paiements continuent à se creuser. La BCE joue son rôle de chambre de compensation et enregistre au sein de son système TARGET² (c'est-à-dire pour chaque pays la somme de la balance courante et des entrées nettes de capitaux mesurées au niveau des seuls échanges intra-européens) les excédents du nord et les déficits du sud. Jusqu'en 2008 les déficits courants du sud étaient compensés par des entrées de capitaux venant du nord, si bien que le TARGET était proche de l'équilibre. Il n'en est plus de même depuis 2009. Les déficits et excédents enregistrés au niveau du TARGET reflètent des sorties nettes de capitaux du sud vers le nord qui ne sont pas tenables indéfiniment. Dans le cas américain, avec le Fedwire, l'équivalent du TARGET européen, des mécanismes de surveillance existent au niveau des Banques centrales régionales. Les balances sont ramenées à une position proche de l'équilibre chaque année à travers des incitations auprès des banques locales pour contribuer au financement des déséquilibres intra-régionaux et, surtout, à travers des transferts d'actifs entre les banques centrales régionales. De tels mécanismes d'ajustement n'existent pas au niveau de la zone euro et ne pourraient que très difficilement être envisagés compte tenu du caractère inachevé de l'intégration européenne. La BCE (2013) ne peut que reconnaître l'existence de ces déséquilibres mais en sous-estime l'importance. La solution proposée par la BCE pour réduire ces déséquilibres se ramène à quelques généralités: renforcer les politiques budgétaires, rétablir la confiance dans le système bancaire, réduire la segmentation des marchés financiers, renforcer la supervision bancaire.

A court ou moyen terme tout, ou presque, concourt au freinage cumulatif de la croissance. Les risques de stagnation, et même de récession, durable sont manifestes avec une divergence croissante entre Europe du nord et Europe du sud. C'est le scénario de l'enlisement.

Dans ce contexte, un éclatement de la zone euro ne peut être exclu en cas de crise dans un pays d'Europe du sud ayant atteint les limites de la résistance. Un tel éclatement aurait des effets dévastateurs avec des fuites de capitaux, des dévaluations cumulatives et des faillites bancaires. Une nouvelle rechute de la production se produirait dans l'ensemble de l'Europe. Pour éviter un tel éclatement chaotique la BCE et l'Allemagne lâcheront du lest pour réduire la pression, sans répondre fondamentalement aux contradictions.

Les politiques alternatives

Les politiques alternatives ont déjà été débattues à de multiples reprises, même si elles ne constituent pas un tout complètement bouclé³. Face à la crise aiguë actuelle, il faut tracer une stratégie de croissance au niveau européen au lieu de s'enfermer dans des politiques d'austérité. Un ensemble de mesures d'encadrement des marchés financiers doivent être prises pour sortir des errements des années 1990-2000⁴. Les difficultés objectives que pose la coordination des politiques économiques et l'idée de « gouvernement

² TARGET : "Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer"

³ Voir, par exemple, l'ouvrage des Économistes Atterrés « Changer d'économie », 2010 ou les travaux de l'Euromemo Group qui publie depuis 1996 un manifeste sur les politiques économiques alternatives en Europe.

⁴ Cette question, bien qu'essentielle, n'est pas développée dans ce chapitre.

économique européen » doivent être reconnues. Enfin une réponse doit être apportée aux problèmes des pays du sud de l'Europe les plus affectés par la surévaluation de leur monnaie et confrontés à des déséquilibres qui demeureront profonds.

La stratégie de croissance européenne doit d'abord mobiliser le potentiel de croissance existant dans les pays bénéficiant d'une monnaie sous-évaluée et d'un moindre endettement public, dont l'Allemagne au premier rang, en particulier par des hausses de salaires à court terme. Ceci implique aussi l'acceptation par l'Allemagne d'un taux d'inflation plus élevé pour éviter de faire peser le nécessaire ajustement des taux de change réels sur la seule déflation dans les pays du sud de l'Europe. Au niveau de l'ensemble de l'Europe, la croissance doit être relancée par de grands programmes dans les investissements d'avenir, éducation, recherche, infrastructures pour le développement durable, mais aussi rénovation des banlieues. L'assainissement des finances publiques passera par les surplus résultant de la reprise, mais aussi par un relèvement de la fiscalité qui remettra en cause les allègements considérables accordés depuis les années 1990 aux revenus du capital et des catégories sociales les plus favorisées.

Un Plan européen, réhabilitant l'intervention publique en liaison avec le secteur privé, doit être élaboré pour définir les programmes d'investissement d'avenir. Ceux-ci seront financés, en partie, par un grand emprunt au niveau européen (les euro-obligations) et par des crédits accordés par une BEI au statut élargi, et refinancés par la Banque centrale européenne. Mais il faut aller au-delà en mobilisant et en coordonnant les ressources nationales.

La coordination des politiques économiques et le « gouvernement économique européen » se heurtent aux disparités nationales et au fait que l'essentiel des enjeux politiques et sociaux relève des espaces nationaux. Depuis plus de vingt ans coordination et « gouvernement économique européen » ont donné lieu à beaucoup de vœux pieux et à de nombreux travaux académiques sans portée. En pratique, la coordination est d'une trop grande complexité institutionnelle pour pouvoir être mise en œuvre efficacement. Elle l'est encore plus lorsque l'on veut coordonner aussi les politiques salariales. Mieux vaut le reconnaître. Le « gouvernement économique européen » pourrait avoir une certaine efficacité en tant qu'instrument de surveillance et de contrôle budgétaire, comme le serait le ministère des finances suggéré par Jean Claude Trichet, l'ancien président de la BCE. Mais le contrôle aveugle des soldes budgétaires ne constitue en rien la politique économique de croissance dont la zone euro a besoin. De fait le « gouvernement économique européen » ne peut s'exercer qu'à travers des institutions explicitement fédérales. Il ne sert à rien de continuer à attendre le salut d'une mythique coordination européenne.

D'où deux scénarios envisageables, selon que l'on s'engage vers une montée en régime progressive d'un budget européen modéré (à hauteur de 5% du PIB de la zone) qui permettrait d'introduire à la fois des mécanismes de stabilisation à travers un système d'assurance budgétaire et de financer des politiques structurelles européennes ou que l'on y renonce, en raison de la faible crédibilité politique d'une telle perspective fédérale. Ce deuxième scénario conduit à retenir une Europe à plusieurs vitesses reposant sur un régime monétaire où des monnaies nationales sont réintroduites, en étant articulées ou non avec un euro externe. C'est lui qui sera développé ici⁵.

⁵ Le scénario fédéral est présenté dans un autre chapitre de l'ouvrage.

Une Europe à plusieurs vitesses avec euros nationaux

Une Europe à plusieurs vitesses prend acte des réticences à augmenter le budget européen et de la difficulté à mettre en œuvre des politiques coordonnées. C'est une Europe plus flexible mais qui ne s'enferme pas dans des politiques d'austérité sans issue. Elle se caractérise par :

- l'instauration d'un nouveau régime monétaire en Europe où des euros nationaux sont réintroduits avec la possibilité d'ajustements des parités intra-européennes en fonction de l'évolution des caractéristiques structurelles de chaque économie nationale ou de chaque bloc régional (Europe du sud, de l'ouest, de l'est et du nord). Ce régime monétaire peut prendre différentes formes : retour au Système monétaire européen (SME) ; maintien de l'euro pour les pays du nord de l'Europe et flottement géré des euros nationaux des pays du sud ; articulation entre un euro externe commun géré par la BCE et des euros nationaux avec une grille de parités intra-européennes fixes, mais ajustables.

- l'absence de budget fédéral, c'est-à-dire son maintien à son niveau actuel (1% du PIB européen) pour assurer la préservation de certaines politiques européennes dans les domaines de l'agriculture et de la recherche ; les politiques régionales européennes ou les transferts budgétaires intra-régionaux n'ont plus lieu d'être en raison des ajustements qui peuvent être opérés à travers les modifications de parités intra-européennes ; il n'y a pas d'euro-obligations, ni d'Agence européenne de la dette.

- les modifications de parités effectuées au moment de la mise en place du nouveau régime monétaire (dévaluation des euros sud et est, réévaluation des euros nord) permettent de rétablir la compétitivité au sud et à l'est et de relancer la croissance en évitant les politiques d'austérité budgétaire et en permettant à l'investissement de repartir.

- les politiques structurelles nationales, principalement politique industrielle et politique régionale, retrouvent plus d'autonomie face à une politique européenne de la concurrence moins dominante ; la notion de « marché unique » perd une partie de son sens avec des parités monétaires intra-européennes susceptibles d'être ajustées ; les politiques nationales peuvent mieux valoriser les spécificités propres à chaque espace national ; les aides publiques font l'objet de moins de contrôle de la part de la Commission et prennent des formes différentes selon les pays (plus au niveau étatique en France, plus au niveau régional en Allemagne ou en Italie par exemple) ; plus généralement les politiques industrielles s'organisent selon des schémas différents dans chaque pays (Banque nationale d'investissement, champions nationaux, Fonds d'industrialisation). Chaque pays retrouverait à la fois des marges de manœuvre et sa responsabilité quant à son évolution économique et sociale.

- des coopérations à la carte entre certains États membres se développent en fonction de chacun de leurs points forts spécifiques et de leurs spécialisations (Agences européennes ne regroupant que quelques États ; programmes d'investissement communs à la carte autour de grands projets tels que voiture propre, nanotechnologies, cellules photovoltaïques).

- la diversité des modèles sociaux est renforcée sans convergence institutionnelle (pas de salaire minimum européen, diversité des systèmes de retraite, poids inégal des syndicats et des négociations collectives) ; mais une convergence partielle est permise par le rattrapage et une croissance plus soutenue

Régime monétaire

Deux familles de régime monétaire sont envisageables, la première reposant sur la réintroduction de monnaies nationales avec un système de taux de change gérés, la seconde basée sur la cohabitation d'un euro externe commun et d'euros nationaux avec une grille de parités intra-européennes fixes mais ajustables. Ces régimes monétaires soulèvent tous des problèmes au moment de la mise en place avec un risque de transition chaotique si celle-ci se fait à l'occasion d'une crise. La gestion de la dette externe apparaît comme un point particulièrement sensible.

Réintroduction de monnaies nationales avec un système de taux de change gérés

Plusieurs variantes sont envisageables dans cette perspective. Dans la première variante les pays du nord de l'Europe autour de l'Allemagne conservent l'euro et reconstituent une zone mark sous un autre nom. Les pays du sud déprécient leur monnaie par rapport à l'euro à l'occasion de l'éclatement de la zone, puis mettent en place un système de change géré avec ancrage sur l'euro et possibilité de réajustements périodiques en fonction de l'évolution de leurs caractéristiques structurelles, notamment en termes de compétitivité. L'euro du nord devient, pour les pays du sud, une devise étrangère, plus proche que le dollar, pouvant être davantage utilisée dans les transactions intra-européennes, mais concurrente du dollar. Une telle évolution marque un retour en arrière dans la construction européenne et traduit le rôle prédominant joué par l'Allemagne. Mais elle présente l'avantage d'apporter une réponse à l'hétérogénéité qui caractérise la zone euro et d'offrir aux pays de l'Europe de l'est une articulation plus claire au plan monétaire avec le reste de l'Union européenne. Elle suppose pour limiter les risques d'instabilité qui avaient marqué le SME du début des années 1990 d'introduire certains freins à la mobilité des capitaux (réserves obligatoires sur les dépôts et les actifs en devises, taxe sur les transactions financières). Ces mesures sont d'une efficacité relative et l'élément déterminant est le caractère réaliste des parités visées par les autorités monétaires des pays du sud⁶. Les estimations de taux de change d'équilibre peuvent donner des indications utiles dans ce domaine.

Reste le cas de la France qui, à bien des égards, est en position intermédiaire entre les pays du nord de l'Europe et ceux du sud. Décrocher par rapport à l'euro sera considéré comme une défaite en rase campagne par la plupart des gouvernements français. Les faits semblent pourtant avoir tranché en sens contraire. Depuis que l'obsession de la parité franc-mark a été introduite en 1977 par Raymond Barre, l'ancrage sur le deutschemark a conduit à des dévaluations trop tardives et trop limitées. A l'exception des années 1990 où l'Allemagne était handicapée par les coûts de la réunification, le franc, puis l'eurofranc a été surévalué par rapport à la devise allemande. Comme le disait le ministre allemand de l'économie des années 1980, « le SME est une machine à subventionner les exportations allemandes ». Il

⁶ Entre 1993 et 1999 le SME a fonctionné avec des bandes de fluctuation élargies durant la période de transition avant le passage à l'euro sans subir d'attaques spéculatives, en grande partie parce que les grilles de parités étaient proches de l'équilibre après les ajustements opérés en 1992 et 1993.

en va de même pour la zone euro actuelle. La France n'a ni le système social allemand pour mener à bien et supporter les coûts des adaptations sociales, ni la force de la machine à exporter allemande qui s'appuie simultanément sur la compétitivité coût et hors-coût. Son secteur exposé a besoin d'une certaine marge de manœuvre monétaire pour s'adapter face à la nouvelle donne internationale. Faute d'une telle marge de manœuvre depuis trente ans, le déclin est manifeste et s'est accentué depuis les années 2000. Même si le choix est politiquement difficile, un décrochage du franc par rapport à l'euro allemand semble économiquement nécessaire.

Une autre variante de ce type de régime monétaire serait le retour pur et simple au SME, avec un euro qui ne serait plus qu'une monnaie panier composée des monnaies nationales en fonction du poids économique de chaque pays participant. Chaque monnaie nationale flotterait d'une manière gérée en respectant une bande de fluctuation, plus ou moins large, autour d'une parité de référence par rapport à l'euro. Ce régime redonnerait les mêmes marges de manœuvre aux pays du sud de l'Europe avec la possibilité d'ajustement des parités de référence en cas de nécessité et poserait les mêmes problèmes d'instabilité et de risques d'attaques spéculatives. Ce régime serait en apparence plus symétrique entre les euros du sud et du nord. Mais il a été impossible de faire fonctionner l'ancien SME sur une base symétrique. Les pays du sud supportaient l'essentiel de l'effort de défense des parités tandis que le deutschemark flottait plus librement. Au niveau de la forme la position de la France serait plus confortable car elle n'aurait pas à choisir entre l'euro du nord et le flottement. L'euro franc pourrait décrocher par rapport à l'euro mark dans des conditions plus faciles à habiller.

Une dernière forme de régime monétaire, symétrique de celle envisagée initialement, pourrait être considérée, avec la sortie du deutschemark de la zone euro, accompagné de quelques monnaies du nord de l'Europe. Le mark et ces dernières s'apprécieraient dans un premier temps, puis flotteraient librement ou d'une manière gérée par rapport à un euro qui serait préservé au niveau du sud de l'Europe. Le siège de la BCE serait transféré de Francfort à Rome. Un tel régime monétaire serait loin d'être absurde économiquement mais il est peu réaliste politiquement. L'Allemagne perdrait les avantages que lui procure la sous-évaluation actuelle de l'euro et ses actifs étrangers libellés en euros seraient dépréciés.

Cohabitation d'un euro externe commun et d'euros nationaux

Dans cette deuxième famille de régime monétaire, des euros nationaux seraient introduits et définis par rapport à l'euro à partir d'une grille de parités intra-européennes fixes, mais là encore ajustables en fonction de l'évolution des caractéristiques structurelles de chaque économie nationale ou de chaque bloc régional (Europe du sud, de l'ouest, de l'est et du nord). L'euro serait conservé comme monnaie externe commune et géré par la BCE. Il flotterait par rapport au dollar et aux autres devises dans le cadre d'un système monétaire international de plus en plus tripolaire (dollar, euro, monnaies du bloc asiatique).

Ce type de régime de monétaire présente plusieurs avantages. Par rapport au fonctionnement actuel de la zone euro, il permet d'intégrer plus facilement les pays européens restés en dehors de la zone euro (certains pays de l'est et du nord) alors que la gouvernance européenne est rendue très compliquée par ce double statut d'appartenance ou non à la zone euro. Le système de parités intra-européennes, fixes mais ajustables, permet la cohabitation au sein de la même zone des pays marqués par une grande

hétérogénéité structurelle dont l'importance avait été ignorée par les promoteurs de la monnaie unique au début des années 1990. Enfin, par rapport à un simple retour vers le SME des années 1980, le système proposé présente l'intérêt de conserver l'acquis représenté par la création de la BCE.

Ces euros nationaux ne sont pas convertibles au niveau international. Pour les échanges extérieurs et les mouvements de capitaux les euros nationaux doivent être convertis en euros externes mais cette convertibilité n'est pas libre. Pour limiter les risques de spéculation, des réserves obligatoires déposées auprès de la Banque centrale nationale sont imposées sur les dépôts et les actifs en euros externes ou en dollars. Les banques centrales nationales détiennent un compte en euros à la BCE qui représente les soldes cumulés de la balance courante et des mouvements de capitaux du pays avec le reste de la zone. La BCE joue un rôle de chambre de compensation comme dans la situation actuelle, mais jusqu'à un certain seuil. Au-delà de ce seuil, la parité intra-européenne de l'euro du pays concerné doit être ajustée.

Les ménages et les entreprises n'ont que des comptes en euros nationaux. Ces dernières ont cependant des comptes réservés en euros externes pour les échanges extérieurs et les opérations financières avec un plafonnement dépendant des opérations effectuées. Une version plus libérale peut prévoir que les entreprises ont aussi des comptes en euros externes librement convertibles, avec des réserves obligatoires pour limiter la spéculation comme précédemment.

Ce régime monétaire avec euros multiples est proche du projet de Chambre de compensation (Clearing Union) inspiré de Keynes et transposé par certains auteurs au niveau de l'Europe (Amato et Fantacci, 2011). Dans ce cadre chaque pays a un compte auprès de la Chambre de compensation européenne exprimé dans une unité de compte distincte des monnaies nationales (le *bancor* de Keynes). La Chambre de compensation assure la compensation multilatérale de tous les comptes. Chaque pays paie des intérêts sur son solde positif ou négatif, ce qui donne un fonctionnement symétrique incitant le retour à l'équilibre. En cas d'excédents ou déficits excessifs, des ajustements monétaires entre les monnaies nationales sont collectivement décidés pour favoriser le retour à l'équilibre. La principale différence avec le régime précédent est que le *bancor* est une simple unité de compte alors que l'euro externe est une monnaie commune utilisée dans les transactions internationales et librement convertible.

La période de transition et la gestion de la dette externe

Réussir la transition vers un nouveau régime monétaire ne va pas de soi et les difficultés ne doivent pas être sous-estimées. Les mesures doivent être prises à froid pour éviter le scénario de l'éclatement chaotique avec des fuites de capitaux, des dévaluations cumulatives et une guerre commerciale. Dans certains cas elles passent par une fermeture temporaire des banques de manière à procéder aux ajustements de parités intra-européennes et mettre en place le nouveau régime monétaire. Les pays du sud devront maîtriser rapidement une inflation importée.

La gestion de la dette externe en euros est une des questions les plus sensibles, compte tenu du niveau élevé de celle-ci. Le remboursement de cette dette implique, soit une perte pour les créiteurs étrangers en cas de remboursement dans la nouvelle monnaie ou en euros nationaux dépréciés, soit un coût supplémentaire pour les débiteurs ayant dévalué,

s'ils honorent leurs dettes en euros. Une négociation internationale, en fait largement intra-européenne compte tenu de la structure de la dette (tableau 2), doit permettre de trouver une issue. Les pays qui dévaluent doivent avoir le droit de rembourser dans leur nouvelle monnaie ou en euros nationaux dépréciés. En outre, compte tenu des niveaux d'endettement dans plusieurs pays du sud, une restructuration de la dette paraît inéluctable. Tout ceci entraîne un coût pour les pays créditeurs et leurs banques, qui est la condition nécessaire pour repartir sur de nouvelles bases.

Le tableau 2 donne quelques informations sur la répartition de la dette des pays de l'Europe du sud pour laquelle il n'existe pas d'informations (aisément disponibles) sur la dette publique seule. La part des titres (autres qu'actions) détenus par le reste du monde est comprise entre 40 et 65% pour les pays de l'Europe du sud (avec une exception pour l'Irlande à plus de 80%). Parmi ces titres, les titres publics représentent une proportion très variable (11% en Irlande, 91% en Grèce pour prendre les deux extrêmes). Parmi les créditeurs étrangers la zone euro et, plus largement l'UE, représentent une part prédominante, sauf en France. La négociation sur la restructuration de la dette en cas de dévaluation des euros de l'Europe du sud concernerait principalement d'autres pays de la zone euro, la France se trouvant en quelque sorte prise entre deux feux, comme l'indique le tableau sur les principaux pays créanciers.

Tableau 2 : Structure de la dette des pays de l'Europe du sud en 2010 (titres autres qu'actions)

	Part des titres publics dans le total des titres (%) *	Part des titres détenus par le Reste du Monde (%) *	Répartition de la dette par pays créditeurs (%)**		
			Zone euro	UE	Extra-UE
Irlande	11	82	62	79	21
Grèce	91	65	91	96	4
Espagne	35	46	77	86	14
France	37	57	48	57	43
Italie	55	42	75	87	13
Portugal	45	52	89	93	7

Source : * Eurostat, ** FMI, CPIS

Répartition par pays détenteurs (TOP 5, en % du total)

Irlande		Grèce		Espagne		Italie		France	
Allemagne	19	France	24	France	27	France	24	Inter org	22
France	14	Allemagne	22	Allemagne	20	Allemagne	16	Allemagne	12
Royaume-Uni	14	Chypre	11	Luxembourg	7	Luxembourg	11	Luxembourg	10
Japon	7	Espagne	6	Inter org	6	Royaume-Uni	9	Pays-Bas	8
Portugal	6	Belgique	5	Pays-Bas	6	Irlande	8	Royaume-Uni	7

Source : FMI, CPIS

Après la phase de restructuration de la dette des pays ayant dévalué, l'endettement extérieur sera difficile à financer et les pays qui étaient auparavant déficitaires devront retrouver et préserver l'équilibre de leurs comptes courants, ce qui sera facilité par les ajustements monétaires intra-européens et la nouvelle grille de parités. Entre maîtrise de l'inflation importée, négociation de la dette et préservation des équilibres courants, la période de transition ne sera pas facile avant que le rétablissement de la compétitivité et la mise en place d'un nouveau régime de croissance exercent pleinement leurs effets.

Le changement de régime monétaire affectera d'une manière très différenciée les pays de la zone euro. Avec la fin de la monnaie unique, l'Allemagne et les pays du nord associés perdront les subventions implicites dont ils bénéficient grâce à la sous-évaluation de l'euro, leurs excédents courants seront réduits et leurs productions en monnaie domestique seront moindres. Une partie de leurs créances sur les pays du sud seront également perdues dans le cadre de la restructuration des dettes externes. En contrepartie, l'Allemagne ne s'engagera pas dans un processus de fédéralisme budgétaire dont elle serait un contributeur net important et qui lui ferait perdre une partie de son autonomie en matière de politique économique. A terme elle pourra également tirer profit de l'amélioration de la situation économique en Europe et de la reprise qui en résultera. Mais le maintien du statu quo actuel, dont elle est le principal bénéficiaire, peut lui paraître plus avantageux, tout au moins dans une perspective de court terme et bien que la stagnation durable de la zone euro soit pénalisante même pour l'Allemagne à long terme.

Les pays du sud, quant à eux, bénéficieront de la dépréciation de leurs monnaies et gagneront en compétitivité-prix. C'est une condition nécessaire, mais non suffisante, pour aider à résoudre les problèmes structurels auxquels ils sont confrontés, notamment en facilitant le financement des investissements et des redéploiements d'activités. La croissance pourra repartir à moyen terme sur des bases renouvelées. Les difficultés principales sont la période de transition, la restructuration de la dette externe à négocier, les risques d'instabilité monétaire et de crises bancaires qui devront être maîtrisés. Les choses sont ainsi. La sortie d'une impasse n'est jamais aisée.

Références

Amato M. and Fantacci L. (2011), *The end of finance*, Cambridge, Policy Press

Banque centrale européenne (2013) « TARGET balances and monetary policy operations », *Monthly Review*, p 103- 114, May.

Clévenot M. and Duwicquet V. (2011), “Partage du risque interrégional”, *Revue de l’OFCE*, n° 119, octobre.

Duhamel F. et Dunoyer de Ségonzac A. (2013), *La cocotte minute financière*, L’Harmattan

Duwicquet V., Mazier J. et Saadaoui J. (2013) “Désajustements de change, fédéralisme budgétaire et redistribution: comment s’ajuster en union monétaire?”, *Revue de l’OFCE, The Euro area in crisis*, n° 127, p 57- 98.

Jeong, S.-E., Mazier, J., Saadaoui, J., (2010). “Exchange rate misalignments at world and European level: a FEER approach”, *Économie Internationale* n° 121, p 25-58.

Mazier, J. et Saglio (2008), S. “Interdependency and Adjustments in the European Union”, *International Review of Applied Economics*, 22(1), p 17-44.