

P9CH3. Le système monétaire européen. Dossier documentaire.

Document 1. L'Euro ne peut pas tenir en l'absence d'un centre

La bonne nouvelle est que la recherche économique a quelques conseils à donner concernant la question de savoir si l'Europe devrait avoir une monnaie unique, oui ou non. La mauvaise nouvelle est qu'il est devenu de plus en plus clair, au moins pour les grands pays, que les zones monétaires seront extrêmement instables à l'avenir, à moins qu'elles ne suivent les frontières nationales. Au minimum, les unions monétaires requièrent une confédération, détenant beaucoup plus de pouvoir centralisé de taxation et de mettre en œuvre d'autres politiques que ce que les leaders européens n'envisagent pour la zone euro.

Qu'en est-il de la fameuse conjecture de 1961 du Prix Nobel Robert Mundell selon lequel les frontières nationales et monétaires ne doivent pas nécessairement coïncider ? Dans son article provocateur « Une Théorie des Zones Monétaires Optimales » publié dans *l'American Economic Review*, Mundell développe l'argument que, pour autant que les travailleurs puissent se déplacer vers les emplois disponibles au sein d'une région monétaire, la région peut se permettre de renoncer au mécanisme d'équilibrage par ajustement du taux de change. [...]

Mundell ne s'est pas spécialement intéressé aux crises financières, mais il semble assez évident que la mobilité du travail est plus importante aujourd'hui que jamais. Sans surprise, les travailleurs quittent les pays en crise de la zone euro, mais pas nécessairement en direction de sa région nordique plus forte. Au contraire, les travailleurs portugais fuient vers d'anciennes colonies en plein boom comme le Brésil et Macau. Les travailleurs irlandais quittent le pays par centaines pour aller au Canada, en Australie ou aux Etats-Unis. Les travailleurs espagnols se dirigent vers la Roumanie, qui jusqu'aujourd'hui a été une source majeure de travail agricole en Espagne.

Malgré tout, si la mobilité intra-européenne était ne serait-ce que proche de l'idéal de Mundell, nous n'observerions pas aujourd'hui un chômage de 25% en Espagne alors qu'en Allemagne le taux de chômage est sous les 7%.

Par la suite, d'autres auteurs reconnurent qu'il y avait d'autres critères essentiels pour le succès d'une union monétaire, qui sont difficiles à obtenir sans intégration politique profonde. Peter Kenen a émis l'idée à la fin des années 1960 qu'une union monétaire, en l'absence de mouvement du taux de change pour absorber les chocs, a besoin de transferts fiscaux pour partager le risque.

Pour un pays normal, le système national de taxation du revenu constitue un stabilisateur automatique entre régions. Aux USA, quand le prix du pétrole augmente, les revenus augmentent au Texas et au Montana, ce qui veut dire que ces états contribuent alors davantage de revenus fiscaux au budget fédéral, aidant ainsi le reste du pays. L'Europe, bien entendu, ne dispose pas d'une autorité fiscale centralisée, de sorte que ce stabilisateur automatique extrêmement important est largement absent. [...]

Kenen tenait principalement à des transferts de court terme destinés à lisser les chocs cycliques. Cependant, dans une union monétaire avec d'énormes différences de revenus et de niveaux de développement, le court terme peut se prolonger très longtemps. Beaucoup d'Allemands aujourd'hui ont l'impression à juste titre que tout système de transferts fiscaux se transformera en perfusion permanente, largement similaire à la manière dont le nord de l'Italie a soutenu l'Italie du sud au long du siècle dernier. En effet, après plus de 20 ans, les Allemands de l'ouest ne voient toujours pas arriver la fin de la facture de la réunification allemande.

Plus tard, Maurice Obstfeld a indiqué que, outre les transferts fiscaux, une union monétaire a besoin de règles clairement définies concernant un prêteur de dernier ressort. Sinon, les paniques bancaires et du crédit seront inévitables. Obstfeld avait en tête un mécanisme de sauvetage pour les banques, mais il est à présent extrêmement

clair qu'un prêteur en dernier ressort et un mécanisme de faillite sont également nécessaires pour les états et les municipalités.

Un corollaire logique des critères établis par Kenen et Obstfeld, et même du critère de mobilité du travail de Mundell, est que une union monétaire ne peut pas survivre sans légitimité politique, plus que probablement grâce à des élections populaires au niveau de la région impliquée. Les leaders de l'Europe ne peuvent continuer en permanence à transférer de gros montants entre pays sans un cadre politique européen cohérent.

Les décideurs politiques européens d'aujourd'hui se plaignent souvent du fait que, sans la crise financière US, la zone euro se porterait bien. Peut-être ont-ils raison. Mais n'importe quel système financier doit être capable de faire face aux chocs, y compris les chocs importants.

L'Europe ne respectera peut-être jamais aucun critère de zone monétaire « optimale ». Pourtant, sans davantage d'intégration économique et politique profonde – qui pourrait ne pas inclure tous les membres actuels de la zone euro au final – l'euro pourrait ne pas passer le cap même de cette décennie.

Source : Kenneth Rogoff, 4 avril 2012, <http://www.project-syndicate.org/commentary/a-centerless-euro-cannot-hold/french>

Document 2. Sortir de l'euro ?

- *A priori*, une sortie de la zone euro serait complexe et disruptive, particulièrement en situation de crise aiguë. Pourtant, cette perspective théorique, déjà envisagée dans le passé (Eichengreen, 2007), est aujourd'hui relayée sur le plan politique, tout particulièrement en France, par le Front national. La « Grande Récession » sert naturellement de prétexte pour ré-exacerber le nationalisme. Ceci dit, la question d'un défaut congénital de l'architecture de la zone euro reste posée.

L'hypothèse de la sortie de l'euro est-elle réaliste ? Si l'on se projette au-delà de la « Grande Récession » des années 2008-2011 et que l'on évite de se focaliser sur les États aujourd'hui les plus concernés par cette éventualité, l'abandon de l'euro peut théoriquement concerner, d'une part, un État et, d'autre part, un groupe d'États. Quelles seraient alors les répercussions de ce choix ?

La sortie de l'euro peut concerner soit un État poussé hors de la zone monétaire pour surmonter ses épreuves (comme la Grèce), soit un État (l'Allemagne, par exemple) qui souhaite faire de nouveau cavalier seul pour éviter de supporter les problèmes de ses partenaires et recouvrer son autonomie monétaire. C'est le premier cas qui demande le plus d'attention, car il est le plus probable.

HYPOTHÈSE D'UNE SORTIE ISOLÉE

Une sortie forcée, imposée par la crise économique, exposerait l'État concerné à des difficultés économiques, techniques et politiques importantes. Cette stratégie paraît même périlleuse si l'on fait un bilan objectif de ses coûts et de ses avantages économiques.

Une sortie de l'euro présenterait au *moins deux avantages* : elle entraînerait une brutale dévaluation compétitive et elle conduirait à la répartition plus homogène du poids de l'ajustement économique sur l'ensemble de la population. En effet, une dévaluation externe est plus équitable qu'une dévaluation interne : l'abandon de la monnaie unique concernerait tout le monde tandis que les politiques d'austérité imposées par l'Europe et le FMI pour rester dans la zone euro frapperaient surtout les plus faibles. Plus précisément, c'est la partie de la population qui n'a pas d'actifs monétaires et financiers qui serait la moins touchée. Elle pourrait même voir son pouvoir d'achat se maintenir, dans le court terme, alors qu'il baisse toujours dans le contexte des thérapies d'austérité.

Mais cette période n'aurait qu'un temps. Car le décrochement de la zone euro entraînerait *plusieurs problèmes majeurs*. Avant même la sortie officielle de l'euro, on assisterait à une ruée des résidents de l'État concerné vers les banques pour retirer massivement leurs dépôts en euros sous forme de billets. La détention de ces billets éviterait la perte du pouvoir d'achat de leurs encaisses. Mieux, elle représenterait une spéculation à la baisse sur le cours de la future nouvelle monnaie puisque la conversion des billets en euros vers la nouvelle monnaie serait profitable. De tels retraits massifs mettraient le système bancaire sous tension extrême et risqueraient de provoquer des faillites financières qui auraient de graves conséquences sur la sphère réelle.

Ce pays connaîtrait vite, à la suite de la dévaluation de sa monnaie, une forte inflation importée (les prix des biens étrangers, exprimés dans la nouvelle monnaie, augmenteraient). Dans ce cas, les avantages à l'exportation qui auraient été obtenus avant, grâce à la baisse du cours de la nouvelle monnaie, seraient perdus.

Les encours financiers détenus par les non-résidents (c'est-à-dire les dettes déjà émises par les secteurs public et privé de l'État concerné) seraient désormais libellés dans la nouvelle monnaie qui perdrait de la valeur : ce serait donc une perte pour ces prêteurs. Du coup, la crédibilité de l'État et de l'économie privée serait fortement entamée. D'où deux conséquences qui se cumuleraient : un désengagement des investisseurs étrangers et une augmentation de la prime de risque (une hausse des taux d'intérêt) exigée par les étrangers *pour* continuer à prêter. Si, par une loi de circonstance, l'État concerné décidait cependant que ces créances restent libellées en euros, alors les remboursements futurs coûteraient très chers (puisque la monnaie locale serait dévaluée). L'État se priverait ainsi d'un des avantages de la sortie de l'euro. Dans tous les cas, le dynamisme de l'économie concernée serait freiné.

Par ailleurs, une sortie de l'euro poserait des *difficultés techniques considérables*. Le retour à une nouvelle monnaie légale impose tout d'abord la mise en circulation de la monnaie fiduciaire, une conversion de tous les prix et la conduite d'une politique monétaire unique. De plus, et immanquablement, des conflits naîtraient sur le taux de conversion à appliquer. Ainsi, les détenteurs d'actifs financiers voudraient garder l'ancien taux de conversion officiel, tandis que les débiteurs souhaiteraient appliquer le nouveau taux de change enregistré sur les marchés. Le même type de question se poserait pour la fixation des salaires dans la nouvelle monnaie. Bref, la justice aurait du travail et les rancœurs seraient à l'œuvre, ce qui offrirait un bien triste départ pour construire un nouvel élan national.

La sortie de la zone euro en période de crise ou par pur égoïsme national semble ainsi très difficile et, pour tout dire, irréaliste. Les arguments avancés prennent d'autant plus de poids que la durée de vie de la zone euro s'allonge. Même s'il est difficile de parler d'irréversibilité des choix lorsqu'on est en présence d'États souverains, le temps joue en faveur du maintien de l'intégrité de la zone euro.

La crise apporte, en revanche, deux enseignements pour le futur. D'une part, l'élargissement de la zone euro devra dorénavant s'effectuer avec beaucoup plus de prudence. D'autre part, il n'est pas sage, dans une perspective de long terme, d'éluder la question de l'intégration politique et, corrélativement, la question d'une Europe à deux cercles.

HYPOTHÈSE D'UNE SORTIE GROUPÉE

Il existe une seconde hypothèse, moins couramment évoquée, dans laquelle plusieurs États décideraient de sortir simultanément de la zone euro. Par exemple, un groupe d'États membres de l'UE pourrait choisir, par une décision intergouvernementale, de recourir à une coopération renforcée en matière monétaire, redessinant du même coup une Europe à deux vitesses (ou deux cercles), certains États optant pour le maintien dans la zone, alors que d'autres en sortiraient. Cette logique reviendrait à prendre acte d'une expérience malheureuse pour, ensuite, redéfinir la donne. Ce choix serait une révolution pour l'Europe. Mais ce pourrait être une solution tenant compte de l'hétérogénéité des économies et de la diversité des attentes quant aux objectifs de l'Union. L'Europe pourrait alors concevoir deux cercles, celui de l'euro et celui du marché unique. Ce remodelage de l'Europe ne peut, en aucun cas, être traité dans un contexte de crise. Il devrait résulter d'un choix collectif afin de préserver un équilibre géopolitique stable entre les États membres. Cette solution questionne sur le fond la dynamique du projet européen en distinguant un premier cercle formant une union politique fédérale et un second cercle regroupant les États qui ne souhaitent pas cette union.

Source : Michel Dévoluy, *L'euro est-il un échec ?*, La documentation française, 2011.