

## L'avenir de la zone euro

Par Olivier Klein

### Europe : des institutions inadaptées ?

Le **Système monétaire européen** (SME) a été mis en place pour créer un lien fixe, mais ajustable, entre les différentes devises de la zone. Il permettait ainsi, depuis 1979, d'éviter les variations brutales et perturbantes entre les **devises** des différents pays constituant le SME. Cependant, malgré sa forte utilité, il subsistait une source d'instabilité : des événements externes pouvaient entraîner des chocs asymétriques non désirés entre les pays européens concernés.

En outre, chaque pays de la zone conservant sa monnaie, le solde de la balance courante devait être surveillé pays par pays. Une nation qui avait besoin de plus de croissance économique venait régulièrement buter sur la contrainte extérieure. L'effet induit de ce phénomène était une contrainte d'alignement sur les taux de croissance les moins élevés des grands pays du SME.

La création d'une monnaie unique, en substitution du SME, participait donc de cette réflexion. D'une part, une monnaie unique permettait qu'une dépréciation du dollar provoque un effet homogène sur les pays de la **zone euro**. D'autre part, la création de la monnaie unique laissait penser que des marges de manœuvre de politique conjoncturelle pouvaient être dégagées : le solde de la balance courante devait pouvoir alors se considérer au seul niveau de la zone. Cela devait permettre à un pays de relancer son économie, si cela s'avérait nécessaire, sans buter immédiatement sur la contrainte extérieure, dès lors que l'ensemble de la zone ne dégradait pas son solde courant. Enfin, une **monnaie unique** entre les pays considérés, sans possibilité de dévaluation-réévaluation, devait permettre aux acteurs économiques d'avoir une base plus stable de prévisions pour leurs investissements à l'étranger et leurs échanges et de ne plus supporter les charges liées au change des devises les unes contre les autres.

### Fédéralisme vs. convergence

À la création de la zone euro, deux écoles de pensée coexistaient tacitement. L'une et l'autre concevaient clairement qu'une telle zone monétaire ne pouvait fonctionner correctement sans complément.

La première école comprenait que, pour devenir efficiente la zone euro devait progressivement être complétée d'un niveau de fédéralisme supérieur. Cette école de pensée fondait ses espoirs sur la continuation d'une construction européenne, jusqu'alors faite par l'économie avant de procéder par la suite aux avancées politiques nécessaires.

L'autre école, qui s'imposait dès lors que l'on n'osait ou ne voulait afficher d'objectifs fédéralistes, était de ne laisser entrer dans la zone monétaire européenne que des pays très similaires et devant le rester ; d'où la création des critères de convergence et du pacte de stabilité. Si les **pays membres d'une zone monétaire** sont en phase conjoncturellement et convergent en termes de taux

d'inflation, de déficit budgétaire sur PIB, comme de dette publique sur PIB, et qu'ils le restent une fois entrés dans la zone, les ajustements entre pays membres ne sont plus nécessaires.

### **Erreurs partagées**

À la lecture des événements des dernières années, les deux écoles de pensée ont été dans l'erreur.

La première, puisque le surcroît de fédéralisme ne s'est pas produit, qui plus est en temps de crise forte.

La seconde, puisque les pays entrés dans la zone n'ont pas tous été choisis sur une base de forte proximité économique structurelle et conjoncturelle, pour des raisons politiques ou car certains de ces pays ont volontairement occulté certains traits de leur économie. Erreur, en outre, parce qu'une union monétaire ne conduit pas naturellement à préserver une convergence, eût-elle existé à sa création, mais tout au contraire induit progressivement des divergences structurelles dues à des polarisations industrielles sur certaines régions de la zone, correspondant à des désindustrialisations d'autres régions.

Les **marchés financiers** eux aussi s'y sont trompés. Ils ont conduit les **taux d'intérêt** des **dettes publiques** des différents pays de la zone à des niveaux très similaires, alors que l'on connaissait progressivement des divergences considérables, tant dans les ratios d'endettement public que dans ceux des déficits courants.

Ces erreurs de politique et de marché ont amené à l'éclatement d'une crise majeure spécifique à la zone euro dues à des divergences de plus en plus fortes entre pays de la même zone, sans que les mécanismes de régulation de tels phénomènes aient été à l'œuvre ou, même, aient été prévus.

### **Les alternatives à l'austérité**

Les efforts intenses réalisés par les **pays du sud de l'Europe** induisent des coûts sociaux immenses, en termes de niveau de vie et de chômage. En moyenne depuis la crise de la zone euro, ces pays n'ont pas amélioré – voire ont détérioré – leur ratio **dette publique** sur PIB, eu égard à l'effet multiplicateur supérieur à 1 des mesures budgétaires. Cependant, certains pays comme l'Espagne commencent à voir leurs efforts porter des fruits lisibles dans le redressement de la balance courante et l'augmentation des exportations.

Une question se pose donc : la zone euro doit-elle se réguler par le seul ajustement « par le bas » des niveaux de vie, afin d'amener certains pays-membres à converger vers des niveaux de déficit et de dette publics plus acceptables et vers un meilleur équilibre de leur balance des paiements ? Dès lors que la base industrielle est faible, l'équilibre ne peut venir en effet que d'une croissance atone n'induisant pas d'accroissement des importations. Ce qui produit alors un phénomène inéluctable de ralentissement durable de la croissance de la zone euro, dès lors que plusieurs pays conduisent les mêmes politiques simultanément et avec une intensité forte.

Ou la régulation de cette zone monétaire doit-elle s'opérer par un mix de réformes structurelles indispensables à des finances publiques plus saines et à une meilleure compétitivité, et une politique européenne de soutien de la croissance potentielle, d'une véritable **coordination des politiques économiques** et de transferts entre les différents pays permettant aux moins industrialisés d'entre

eux de ne pas être contraints en permanence à l'ajustement par l'austérité. Ce mix pourrait aider à ce que ces changements structurels puissent se faire. Sans brutalité excessive et sans récession violente, donc en permettant à ces réformes d'être plus acceptables.

Pour réaliser les indispensables réformes structurelles dans nombre de pays de façon organisée et mieux planifiée, la zone euro doit donc développer un degré de fédéralisme supplémentaire – supervision, coordination des politiques économiques et transferts budgétaires – qui permettrait d'assurer un degré supérieur de solidarité entre ses membres. Et de reconnaître et d'assumer la diversité naturelle des pays composant la zone, y compris la diversité induite sur le plan industriel notamment par l'existence même de la monnaie unique.

Cela favoriserait un **niveau de croissance** moyen plus élevé, en autorisant certains pays à connaître des déficits courants alors que d'autres afficheraient des excédents. Ou alors, incapable de dessiner cette évolution politique, la zone euro est-elle condamnée à exiger trop vite et trop durablement une politique d'austérité dans les pays les moins industrialisés, conduisant alors à un niveau moyen de croissance pour l'ensemble de la zone durablement très affaibli, avec les risques politiques induits. Et peut-être finalement des risques sur l'euro lui-même.

Olivier Klein

*Directeur Général de la BRED*

*Professeur d'Economie et Finance à HEC*