

**Bernard Landais**

Université de Bretagne-Sud, France

landais-bernard@wanadoo.fr

## **LA ZONE EURO 20 ANS APRES : UN ECHEC RATRAPABLE**

**Résumé**

Le bilan de la zone euro est très médiocre, suite à une succession d'erreurs et de malentendus. Les premières ont été d'emblée le choix des pays admis et les malentendus viennent d'une mauvaise appréciation théorique des dangers auxquels s'expose une aventure de ce type. La crise de 2008 est au cœur de cet échec et sa cause principale, aggravée par une récession secondaire en 2012, circonscrite à la zone et consécutive à ses erreurs politiques. La théorie des zones monétaires optimales, application d'une vue dépassée des fluctuations, fut un très mauvais guide et s'est avérée partiellement inadaptée pour apprécier les questions d'ajustement. L'article redéfinit les critères d'adhésion et d'admission des pays appelés à participer à l'euro et en tire des conclusions concrètes pour le présent et l'avenir.

**1. Introduction: un bilan médiocre, surtout pour la croissance**

Il s'agit en premier lieu de porter un jugement sur les résultats du fonctionnement de la zone euro depuis sa création le 1er janvier 1999. A partir de cette date et encore plus visiblement au 1er janvier 2002, douze pays indépendants ont entamé une expérience inédite de monnaie unique. Il s'agira en second lieu d'expliquer les raisons qui nous ont conduits à ces résultats.

La réussite ou l'échec de la monnaie unique se juge sur la base de quelques critères correspondant à ce qu'on pouvait espérer ou craindre à l'orée de la période. Ces critères se rangent en quatre promesses d'importance inégale : La convenance, la croissance,

la convergence et la cohésion conjoncturelle. Ces quatre « c » avaient été promis par les promoteurs et partisans de la monnaie unique dans la période préparatoire.

S'y ajoutait la récompense politique d'un établissement de l'unité monétaire, souvent considéré comme décisive pour la réalisation de l'unité politique. Cet objectif fut la vraie raison de la construction de la zone, celle de la majorité des hommes politiques de droite comme de gauche et c'est par rapport à lui que le chemin fut parcouru à marche forcée jusqu'à la date fatidique, en dépit des réticences d'économistes plutôt sceptiques sur ces quatre promesses. Il ne m'appartient pas de juger de la réalisation de cet objectif politique mais les signes ne sont pas favorables, les conflits d'intérêt entre pays de la zone euro ne s'étant pas réduits et les partis pro-européens ayant probablement perdu une grande partie de leur prééminence (souvent d'ailleurs pour quantité d'autres motifs que celui de l'euro).

## **Convenance**

On en revient donc aux quatre promesses économiques : la première (convenance) était probablement la plus facile à atteindre : l'usage de l'euro entre les pays de la zone est une facilité pratique dont les agents économiques ont pu profiter (disparition des opérations de change entre pays de la zone et des risques associés dans le commerce extérieur, le tourisme, les échanges financiers). Avec le temps, l'euro est sans doute devenu une routine appréciée des citoyens des pays concernés. Néanmoins, le résultat est relativement en deçà des attentes parce qu'entre-temps les progrès de la numérisation et la généralisation des cartes de paiement ont facilité notablement toutes les transactions monétaires internationales, que les acteurs appartiennent à la zone euro ou non. De même, si la place internationale de l'euro est finalement honorable, les pays européens sont toujours sous la domination écrasante du dollar dans leurs relations commerciales et financières avec le reste du monde.

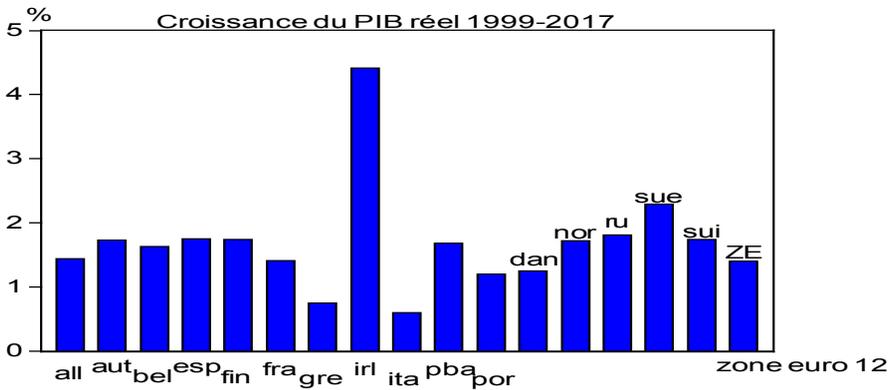
## **Croissance**

Les critères les plus importants sont aussi les plus classiques, celui de la croissance économique de tous les pays et celui de la convergence, le rattrapage de croissance pour les pays les plus pauvres de la zone. Surtout pour ces derniers mais aussi pour les autres, l'euro a été « vendu » sous cet angle du progrès économique de longue période. On invoquait des raisons tenant à l'accroissement des échanges économiques et financiers (meilleure fluidité des capitaux et des IDE) ainsi qu'à la

réduction de l'instabilité conjoncturelle. Tous ces progrès devaient en particulier peser favorablement sur les investissements et la croissance.

Après vingt ans, que dire de cette croissance ? On considère la « zone euro à 12 » (ZE12) sur toute la durée et ses pays particuliers (excepté le Luxembourg). Les petits pays intégrés depuis ne figurent donc pas dans ce bilan des vingt ans. Figurent également, en extra, cinq pays « témoin » européens n'appartenant pas à la zone euro (Danemark, Norvège, Royaume Uni, Suède et Suisse). Enfin, nous laissons à part le problème des zones africaines CFA qui sera mieux traité par d'autres intervenants.

**Graphique 1. Croissance du PIB réel 1999-2017**



Source : Auteur, sur données Eurostat

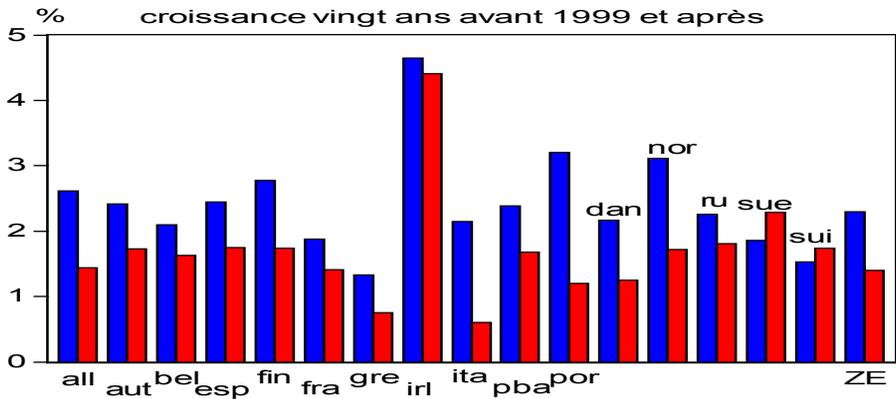
Les performances comparées de la zone euro semblent plutôt médiocres sur la période avec 1,4 % de croissance moyenne (ZE, à droite) ; avec l'exception d'un pays hors normes, l'Irlande et ses 4,4% et à l'inverse les pays à la traîne, la Grèce et l'Italie avec 0,75 % et 0,6 % respectivement. A noter bien entendu que les performances observées sur ce graphique sont celles de l'économie globale et non celles du produit par tête d'habitant ; on peut affirmer que ce dernier n'a pratiquement pas progressé dans de nombreux pays de la zone, une situation de stagnation qui concerne aussi la France (+ 0,6 % seulement) ; le niveau de vie a même globalement diminué en Italie et en Grèce.

La comparaison avec les pays hors zone euro choisis comme témoins est aussi plutôt défavorable, seul le Danemark ayant une performance moyenne moins bonne que celle de la moyenne de l'Union Monétaire. Cette comparaison peu flatteuse n'est toutefois

pas suffisante pour condamner la monnaie unique car les forces de croissance d'un pays ou d'un autre dépendent certainement de bien d'autres choses que le régime monétaire.

La croissance de la période 1999-2017 peut encore néanmoins s'apprécier non plus par comparaison géographique cette fois mais en la rapprochant de celle des vingt années d'avant la monnaie unique. Le graphique 2 suivant propose cette juxtaposition pour les mêmes entités.

**Graphique 2. Croissance vingt ans avant 1999 et après**



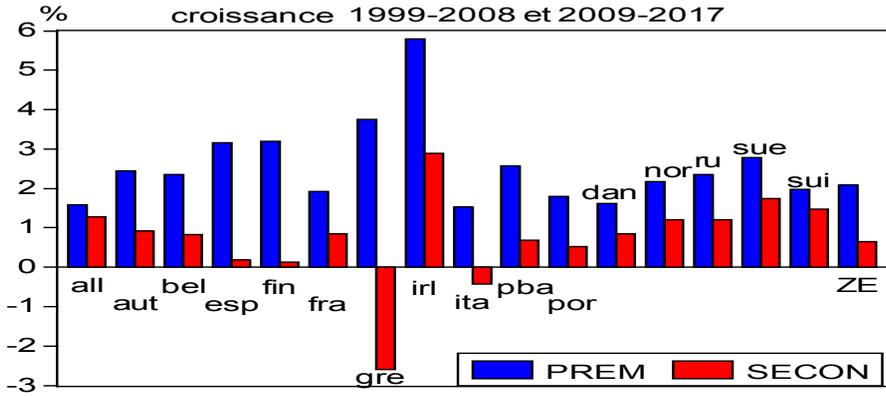
Légende : A gauche, la croissance 1979-1998 ; à droite, celle de la période 1999-2017

Source : Auteur, sur données Eurostat

Il en ressort que la plupart du temps, les pays ont connu un ralentissement de leur croissance dans la période 1999-2017 ; seules la Suède et la Suisse sont dans un cas différent et ces pays sont hors de la zone euro. A l'intérieur de celle-ci, l'Irlande a tiré remarquablement son épingle du jeu ce qui prouve que pour ce pays au moins, l'euro n'a pas été un obstacle.

Si la différence entre les deux périodes est très forte pour la zone c'est sans doute parce que la crise de 2008 a impacté les trajectoires de croissance, ce que révèle plus clairement le graphique 3 ci-dessous.

Graphique 3. Croissance 1999-2008 et 2009-2017



Source : Auteur, sur données Eurostat

La crise de 2008 marque donc profondément ces chiffres et se trouve au cœur de la question de la réussite ou de l'échec de la zone euro. L'énorme perte de croissance entre les premières et seconde partie de la période se voit sur le chiffre global de la « ZE 12 » à droite et frappe tous les pays, ceux de l'intérieur de la zone et ceux de l'extérieur mais plus fortement les premiers et beaucoup plus certains des pays « ZE 12 » les plus marqués par la crise. Deux pays ont eu des croissances négatives après 2008 (Grèce et Italie) et quatre autres pays de la zone (Espagne, Finlande, Pays Bas et Portugal) ont un bilan moyen proche de zéro jusqu'en 2017. Les pires dégâts ne concernent pas seulement quatre des fameux PIIGS (Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne) mais aussi deux pays du nord de l'Europe, les Pays-Bas et la Finlande. La France a une position à peine meilleure.

## La convergence

Réglons rapidement la question de la **convergence**. On avait espéré (certains pays en retard particulièrement) que l'entrée dans la monnaie unique serait une occasion de vérifier la loi de convergence par club au sein d'un groupe de pays limitrophes et culturellement proches. L'adhésion à la monnaie unique était prétendument le ticket d'entrée dans un ensemble destiné à s'unifier en termes de niveau de vie. Une

**divergence** s'est au contraire produite puisque les pays les plus pauvres du départ et en particulier ceux du sud de l'Europe ont connu une croissance moins élevée que celle des pays plus riches. Certes parfois, leur population a diminué ce qui remonte mécaniquement le produit par tête. Certes encore, un pays bien complaisant, la France, a tout fait pour se laisser rattraper. Mais la Grèce, le Portugal, l'Espagne et l'Italie ont aggravé leur retard sur leurs partenaires et la convergence promise n'est pas au rendez-vous aujourd'hui. Quand on sait qu'à l'inverse, nombre de pays non adhérents de l'Est Européen telle la Pologne ont progressé plus vite que les pays de l'Ouest, on peut encore douter un peu plus du bien-fondé de l'argument de convergence promise par la monnaie unique.

Pourtant, cet argument a souvent servi à justifier les pratiques de politique monétaire et de crédit dangereuses durant la phase montante du cycle de 2008. L'aveuglement de la BCE devant la montée des crédits risqués dans ces pays périphériques s'explique largement par la volonté de faciliter la convergence au sein de la zone.

## **Cohésion conjoncturelle**

Reste la « cohésion conjoncturelle » qui est au mieux un moyen, celui d'éviter les fameux chocs asymétriques et de pratiquer alors une politique monétaire unique s'appliquant opportunément à des situations nationales parallèles. Sur ce plan et durant toute la première partie de la période (en fait du début à 2009 compris) les études constatent effectivement une plus forte corrélation entre les évolutions économiques nationales de la zone. C'est un bon résultat, mais on s'aperçoit que ce phénomène est plus lié à la mondialisation qu'à l'euro. Un peu partout dans le monde développé et entre les pays qui le composent, la cohésion conjoncturelle s'est renforcée. En Europe, les pays du groupe témoin (Danemark, Norvège, Suède, Royaume-Uni et Suisse) associent leurs performances, à la fois entre eux et avec les pays de la zone, de l'Est et des grands pays d'Outremer (US, Japon, Canada...). Cette coordination générale se retrouve en 2008-2009 au moment de la crise où tous les pays ont plongé à peu près en même temps. Pour la zone euro, la cohésion conjoncturelle s'est défaite à partir de cette date et chacun a pu noter les positions relatives divergentes des pays périphériques vis-à-vis des « pays du nord ». Certains pays commençaient déjà à s'en sortir tandis que d'autres, les PIIGS, s'enfonçaient dans un noir marasme.

Au plan théorique, remarquons par anticipation que la cohésion conjoncturelle n'est pas la condition nécessaire et suffisante pour pratiquer une politique efficace en zone monétaire car les montées de crédit périlleuses et la lutte anti-tensions requièrent aussi une politique sélective sans rapport avec la situation économique du moment (souvent mesurée par les repères de Taylor).

## **Conclusion du bilan et points d'étude**

Le bilan est médiocre car les objectifs de croissance, de convergence et de stabilité poursuivis n'ont pas été atteints. Certes, quelques aspects positifs ont pu être observés : l'euro s'est acclimaté et a pris une certaine audience internationale. Il a survécu aux difficultés qui n'ont pas manqué durant la période. Il n'a pas constitué un obstacle pour la croissance d'un pays dynamique (l'Irlande) et sous réserve d'inventaire plus complet, ne semble pas avoir nui durablement à l'économie de quelques pays notoirement plus ralentis (Allemagne, France, Belgique par exemple).

Par contre la présence dans la zone s'est avérée catastrophique pour ceux dont on pouvait deviner dès le départ qu'ils n'auraient pas dû s'y trouver, la Grèce, l'Italie et le Portugal, ces trois pays étant les plus éloignés des critères d'admission qu'avait fixé le traité de Maastricht, notamment en matière de dette publique. On verra plus loin les raisons de cet aveuglement.

Nous proposons deux axes de réflexion :

Le premier utilise les résultats du graphique 3 selon lesquels c'est la crise et elle-seule qui est à l'origine des graves déboires qu'ont connu la zone et plus encore certains membres. On pourrait imaginer en tirer une conclusion optimiste et positive en disant que cette crise a été mondiale et qu'elle fut une malchance sans laquelle la zone eut bien fonctionné. Nous démontrons exactement l'inverse, c'est-à-dire que la monnaie unique et la politique qui va avec sont en réalité des causes aggravantes de la crise pour les pays concernés. Nous prétendons que la crise est un accident provoqué par le choc américain de 2008 mais aussi par une fragilisation des économies européennes aggravée par la monnaie unique. Tout un pan de la théorie des Zones Monétaires Optimales, celui qui concerne les causes de déséquilibre, est mis en accusation pour insuffisance.

Le deuxième axe est le problème des ajustements qui doit aussi s'analyser comme exprimant les conditions de sortie de crise pour les pays adhérents. Divers pays ont montré leurs capacités de s'ajuster avec des processus très variés et d'intensité inégale. Cela nous pose la question reliée de savoir non seulement si l'euro est un succès ou un échec mais de savoir pour qui !

Dans les parties suivantes, nous examinons ces deux questions dans un contexte théorique renouvelé. A la suite de ce travail, la conclusion évoquera les perspectives de continuation de l'Union Monétaire.

## **2. Quelles sont les raisons de ces mauvais résultats ? Une méconnaissance théorique des dangers et une politique monétaire mal orientée.**

La crise de 2008 apparaît dans toutes les statistiques comme une cause de l'échec. Les deux pentes de cette crise occupent presque entièrement la période de vingt ans, les années de la première moitié préparant l'explosion de 2008 et les années suivantes en dévidant les conséquences. Au sein de la zone euro, nous avons expérimenté une crise en W marquée par deux creux, le premier en 2009 correspond à la crise mondiale et le deuxième en 2012 qui est spécifique à la zone euro dans le monde et en Europe (avec pour seule exception la Suède).

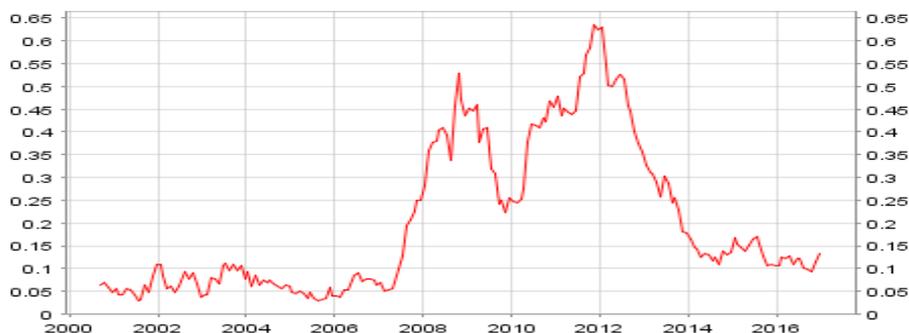
La théorie des ZMO n'a rien à dire sur la crise de 2008. Les causes de la crise ne sont pas les chocs asymétriques mis en scène par la théorie, qui ont d'ailleurs été pratiquement inexistantes de 1999 à 2008. La théorie des ZMO mettant en scène seulement l'approche « impulsions-propagation », oublie complètement les enseignements des théories endogènes des crises que l'on peut appeler approches de « tensions-rupture ». Or ce sont ces dernières qui expliquent ce qui s'est passé.

La politique monétaire agit sur l'économie par le canal des marchés de crédit. Elle a été la cause principale de la crise en alimentant pour la zone et certains de ses pays une débauche de crédits supplémentaires à bon marché conduisant à un endettement instable, à des bulles d'actifs (surtout immobilières, avec des « champions » comme l'Espagne et l'Irlande) et des prises de risque du système financier de la zone toute

entière. Cet excès a été plus nettement perceptible entre 2003 et 2007 ; un document du FMI (IMF, « Global Financial, Stability Report », diverses publications) montre en effet que durant cette période les crédits supplémentaires en Europe ont progressé de presque 100 % du PIB, un record mondial. La BCE a aussi contribué au déclenchement de la crise par un durcissement progressif de sa politique dans les années 2005-2008 (jusqu'au mois de juillet de cette année fameuse !). L'étincelle finale, la crise américaine des « subprime », n'a sans doute pas été interne mais on peut raisonnablement penser qu'en Europe une crise se serait produite de toute façon, même si ce choc externe n'avait pas existé. Une théorie « endogène pessimiste des ZMO » dirait que **le fonctionnement même d'une Union Monétaire est potentiellement porteuse de crise.**

Un des arguments en ce sens nous est donné par la deuxième récession de 2012-2013, ou crise des dettes souveraines. Dans la partie montante du cycle, les excès de crédit ont impliqué aussi les dettes publiques et en particulier celles des pays les plus socialistes de la zone, ceux dans lesquels la consommation s'est développée à l'aide de déficits budgétaires élevés (Grèce, Portugal, Italie, mais aussi les autres à un degré moindre) et s'est maintenue en dépit de l'affaiblissement relatif de l'appareil productif. Or le scénario de récession aggravée impliquant à la fois la **hausse du taux de change réel**, la **crise bancaire** et une **crise de l'endettement public** est connu comme l'un des pires, d'autant que l'effet budgétaire d'une récession grave renforce toujours l'endettement public préalable et pose encore des problèmes plus aigus de solvabilité [Pierre-Olivier Gourinchas et Maurice Obstfeld (2012)].

#### **Graphique 4. Indice de Stress Souverain (IS) Zone Euro**



Source BCE : ESRB Risk Dashboard, Décembre 2016

Lors de la crise de 2008, la zone euro fut très vite confrontée à ce problème comme en témoigne l'indice de **stress souverain** (une des cinq composantes de l'Indice Synthétique Financier). On remarque que le risque souverain en Europe, qui fut moteur après 2010, avait aussi beaucoup grimpé en 2008-2009, en parallèle aux autres formes de stress. Il faudra attendre le début 2014 pour que le stress relatif aux dettes souveraines se calme définitivement.

La **politique monétaire** est la cause permissive de la crise (origine, déclenchement, montée du déséquilibre et amorce de crise) parce qu'elle favorise un endettement excessif par des taux d'intérêt faibles ou même négatifs qui poussent à vivre au-dessus de ses moyens. Elle déconnecte temporairement par le crédit les capacités productives qui parfois s'affaiblissent (à cause de taux de change réels trop élevés) et les capacités d'achat des particuliers et de l'Etat. La politique monétaire a alors des effets irréguliers et dispersés car l'endettement excessif et les bulles d'actifs se développent différemment d'un pays à l'autre. En effet, une politique monétaire unique ne signifie pas une politique à effets identiques et harmonisés mais au contraire souvent une politique désarticulante (voir Annexe 1).

Les pays qui bénéficient d'une surchauffe artificielle grâce au crédit ont eu tendance à abaisser leur épargne et à développer les dépenses sociales ou publiques en général dans une sorte de « socialisme de consommation ». Leur « absorption » interne est devenue trop forte et les déficits et la dette extérieure en ont été la marque. Ils ont souvent subi de surcroît une longue perte de substance de leur appareil productif due à l'élévation du change réel, mais par le crédit, ils en reportent les fâcheuses conséquences et à la nécessité d'ajuster leur train de vie.

L'absence de flexibilité du change est ainsi montrée du doigt. Que signifie cette absence pour la fragilisation des pays appartenant à une Union Monétaire ? De nos jours quelques économistes, tels Jacques Sapir et Gérard Lafay, insistent sur l'existence de taux de change réels trop élevés pour certains pays périphériques de la Zone, voire même pour la France. La fragilisation d'une économie type du Sud-Européen est concrétisée par une poussée de sa dette et les taux de change réels trop élevés qui poussent à des déficits extérieurs chroniques n'ont aucune possibilité de se réduire beaucoup et rapidement, faute d'ajustement du change nominal. Comme en même temps, les crédits sont disponibles en quantité par le jeu de l'union monétaire et de la politique de la banque centrale, il n'y a pas d'incitation à l'austérité et la

fragilisation prend la forme d'une accumulation prolongée de dette publique et privée, impliquant les prêteurs internationaux autant que l'emprunteur national. Nous tenons ainsi une explication plausible aux observations de Gourinchas et Obstfeld. Elle n'est pas incompatible avec la thèse de la spéculation à laquelle elle surajoute sa menace avant les crises. **Elle est aussi très importante pour le long terme et la croissance** car pendant toute la période de fragilisation que rien ou peu de choses vient alléger, les économies concernées restent sans atout de compétitivité et en payent le prix sous la forme du délabrement de leur appareil productif. Les investissements des entreprises, soumis à des taux de change inadaptés, sont découragés ; il en est de même pour les industries confrontées aux importations de produits moins chers. Même s'il existait des compensations publiques conséquentes de co-assurance budgétaire entre pays membres, elles ne changeraient rien à cette destruction de l'offre productive dans les pays concernés. **Ainsi, pour s'en sortir à son avantage, un pays n'a de choix qu'entre la flexibilité du change et des capacités d'ajustement suffisantes** dont nous reparlerons plus loin. Faute de quoi, il peut garder provisoirement un niveau de vie alimenté par le crédit mais bientôt fragilisé par la dette et sous la menace de crise grave d'insolvabilité, se prive du capital physique indispensable à le faire progresser.

On ne voit donc pas de **chocs asymétriques** mais des **tensions prolongées** asymétriques (à la mode Hayekienne). Les systèmes financiers nationaux étant étroitement connectés entre eux et les prêteurs ayant leur sort lié à celui des emprunteurs, c'est la zone toute entière qui se trouve fragilisée par un développement malsain du crédit. **Le crédit facile est la drogue dure des unions monétaires.**

La théorie des ZMO ne disait rien sur la question des dettes publiques ; elle s'occupait de chocs, éventuellement « budgétaires », mais pas de l'accumulation des tensions porteuses de dangers potentiels. Autrement dit, elle ne mettait pas suffisamment en garde contre l'endettement public excessif au-delà des déficits (règle des 3 % peut-être mais pas la barrière d'endettement de 100 %). Toute confinée aux grands équilibres macroéconomiques keynésiens, elle ne percevait pas ce que ces derniers masquaient des réalités de l'offre de production et des investissements de croissance. Du coup, on n'a pas refusé l'entrée en zone euro aux trois pays dépassant d'emblée cette limite, l'Italie, la Grèce et le Portugal. Les critères budgétaires d'adhésion ne furent pas exigés parce que l'unification monétaire de l'Europe a été décidée pour des motifs essentiellement politiques et que ces pays étaient contents d'y participer.

La crise secondaire de 2011 est venue de toutes ces erreurs. Le pacte de stabilité tiré des critères de Maastricht n'a pas été respecté, y compris par les Allemands, ceux-là mêmes qui les avaient inspirés. Il ne l'a pas été non plus par les Français, peut-être parce que dans les deux cas, il ne semblait pas y avoir de danger systémique en vue à partir des dettes publiques correspondantes. L'accumulation de dette privée de certaines économies et de dettes publiques pour presque toutes ont donc été « tolérée » en phase montante, sans aucune précaution. D'où la crise secondaire des années 2011 à 2013 et la récession associée.

### **3. Les ajustements effectifs comme critère de sélection**

Pour la théorie des ZMO, s'ajuster en l'absence de taux de change c'est se réaligner sur le « groupe euro » en cas de distorsion des conjonctures. En réalité, c'est plus que cela : C'est trouver des forces de reprise pour l'économie quand on a été touché par une récession ou une crise et donc un « **ajustement préparant la reprise** ». Quelles sont donc les conditions d'ajustement de sortie de crise pour les pays adhérents ?

On peut distinguer quatre cas :

- 1) Des pays qui n'ont pas un besoin spécifique d'assurer leur reprise en cas de gros chocs ou surtout en cas de crise, ceux qui ne traînent pas de casseroles comme celle d'un endettement excessif pour les secteurs publics ou privés.
- 2) Les pays qui ont besoin de se relancer en s'ajustant et qui y parviennent en faisant d'emblée ce qu'il faut.
- 3) Les pays qui s'ajustent mais se font trop mal, car qui dit ajustement possible ne dit pas qu'il est indolore ni que le prix à payer n'est pas excessif.
- 4) Et enfin, les pays qui ne peuvent pas du tout s'ajuster et repartir du bon pied.

**On devine que les deux premières catégories de pays ont vocation à rester dans la zone tandis que les deux autres catégories ne devraient pas y être.**

L'analyse doit se dé-globaliser en distinguant deux formes d'optimalité pour une zone donnée soit, **l'optimalité d'admission** qui évoque pourquoi un membre est acceptable pour l'ensemble et **l'optimalité d'adhésion** qui dit en quoi l'appartenance à la zone est bénéfique pour le pays qui adhère. Si les deux sont au rendez-vous, pas de problème ; si l'une des deux manque, il vaut mieux s'abstenir. Ainsi, les pays de la catégorie 3 ne mettent pas en péril l'Union Monétaire mais se mettent eux-mêmes en péril, en s'imposant une charge trop lourde en cas de déséquilibre défavorable ou de crise, pour des bénéfices faibles ou inexistants. Quant aux derniers de la catégorie 4, ils ne cochent aucune bonne case, constituent un péril pour l'Union et se font en plus du tort à eux-mêmes. Ils ressemblent à des joueurs mal préparés qu'on mettrait dans une équipe de Coupe d'Europe. L'équipe perdrait et les joueurs en question seraient physiquement en danger.

Les crises de 2009 et 2012 nous donnent une occasion de classer les pays dans ces quatre catégories. Autrement dit, nous possédons avec elles un test en vraie grandeur pour juger des adhésions faites en 1999-2002 et de celles qui pourraient être réalisées ou maintenues à l'avenir. A ce point de vue, que nous ont donc appris ces années ? On se borne à donner des exemples de chaque catégorie.

Pour la première, pourquoi ne pas choisir la France ? Elle n'avait pas accumulé une dette trop importante dans le secteur privé et l'endettement public brut était de l'ordre de 69 %. La réaction politique à la crise de 2008 a été bien proportionnée et la reprise s'est manifestée très tôt, dès l'été 2009. La crise bancaire s'est produite mais sans grosses frayeurs et sans que les finances publiques en soient dévastées. Le taux de change réel (l'inverse de la compétitivité) vis-à-vis des partenaires commerciaux privilégiés est resté à peu près stable et par conséquent un rééquilibrage vis-à-vis des autres membres de la zone ne s'avérait pas nécessaire. Conclusion, la France a prouvé sa capacité à rester dans la zone euro sans gros dommages ni pour l'Union ni pour elle-même (même si elle joue plutôt à l'arrière).

La deuxième catégorie peut être illustrée par l'Irlande. C'est un pays gravement fautif en termes d'endettement risqué, ayant abusé des crédits à très bas prix portés par l'euphorie de la croissance et de la bulle immobilière. Ils furent favorisés par la politique monétaire de la zone euro, qui lui garantissait des taux d'intérêt réels négatifs ! Son système bancaire a été fortement secoué par la crise des « subprime » et la dette publique (qui était faible au départ) a progressé d'un coup, suite aux opérations de sauvetage entreprises par l'Etat. Mais l'ajustement et la reprise ont commencé sans

trop attendre : baisse des salaires de la fonction publique, réduction générale du coût du travail avec une forte baisse du taux de change réel, mouvements de main d'œuvre rapides (retour des émigrés Est-Européens, émigration réversible des Irlandais vers le monde Anglo-Saxon..), entrée d'investissements étrangers massif [Anne-Yvonne et Bernard Landais (2014)]. A aucun moment, il ne fut question d'un retrait de la zone euro et la croissance a repris. Dès 2011, l'Irlande [Paul De Grauwe (2012)] avait réalisé 75 % de son ajustement de compétitivité. Un retour de la croissance à son rythme d'avant 2008 a déjà été signalé dans la première partie. L'Irlande a tiré un grand parti de sa « mondialisation particulière » et de ses choix libéraux pour s'ajuster vers la croissance.

La catégorie 3 peut être représentée par le Portugal. Ce pays, on s'en souvient, n'avait pas été gagnant dans la première phase de la zone euro. On pourrait l'expliquer par la perte d'un avantage comparatif dans les industries de main d'œuvre vis-à-vis de la Chine, des pays du Tiers Monde et des pays de l'Est-Européen, toutes économies que l'euro trop fort ne pénalisait pas... Une politique de dépenses sociales et de consommation élevée aggravait cette perte de compétitivité et a fini par créer aussi un problème aigu de dette publique (+ 32 points de pourcentage entre 1999 et 2008). Après 2008, l'ajustement par la compétitivité a été très faible. Néanmoins, le Portugal est un pays qui s'est ajusté relativement par l'émigration de la main d'œuvre, c'est-à-dire le mécanisme Mundellien de la théorie des ZMO. Mais à quel prix ? Un auteur portugais [Joao Andrade (2017)] dit ceci : « *Depuis 2007, sont sortis par an en moyenne 100000 Portugais. De 2011 à 2015, un demi-million est sorti du pays ... ils représentent aussi pour l'économie portugaise une perte formidable en capital humain* ». A remarquer que le Portugal est un pays de 10 millions d'habitants, que les émigrants récents sont en général bien formés et adaptables au marché du travail des pays d'accueil. Leur probabilité de retour au Portugal est faible. Considérant ces performances d'ensemble, faible croissance et perte de substance humaine, on en arrive à la conclusion : « *Que diable allait-il faire dans cette galère ?* ».

La quatrième catégorie est celle des pays qui non seulement n'ont connu ni croissance ni stabilité mais qui n'ont été en mesure de s'ajuster ni par les voies normales ni par une émigration douloureuse. Aucune reprise durable après la crise, le maintien de dettes publiques les impliquant et impliquant la zone, le risque qu'ils font peser sur le système financier de la zone euro. On aura bien sûr reconnu la Grèce mais il faut y ajouter l'Italie, un grand pays industriel. De fait, l'Italie n'a réalisé aucun

ajustement de compétitivité dans les années suivant 2008. La Grèce est passée par un appauvrissement effroyable sans parvenir jusqu'à présent à restaurer son économie ni sa stabilité ; sa dette publique est toujours bien au-delà de la soutenabilité en dépit des déclarations inspirées par un optimisme de circonstance. Pour eux, il n'y a ni respect des critères d'admission ni celui des critères d'adhésion. En entrant dans la zone euro, non seulement ils se tiraient une balle dans le pied mais en plus ils en gardaient une pour tuer l'Union Monétaire. D'ailleurs, ne satisfaisant pas aux critères de Maastricht ni à ceux du Pacte de stabilité, ils n'y sont entrés qu'en fonction de choix politiques intéressés, à la fois de la part des autres pays européens et de celle de leurs partis traditionnels, acquis à l'unification européenne coûte que coûte. On voit que leur situation présente n'a guère évolué dans le bon sens.

Les considérations d'ajustement et de reprise aboutissent donc à un constat très clair : les pays des catégories 3 et 4 n'auraient pas dû intégrer la zone et l'ayant fait, en ont payé le prix. Avec d'autres pays comme l'Espagne et l'Irlande et par le trouble et la menace qu'ils ont apportés au plan du risque financier privé et public, ils ont incarné la cause la plus claire de la récession secondaire de 2012. Les conséquences prolongées de cette dernière ont aggravé le bilan économique de la totalité des membres de la zone euro et font ainsi la différence au moment du bilan.

Mais si les partisans de leur adhésion sont responsables de cet état de fait, la politique monétaire des dix premières années est aussi lourdement engagée pour avoir ignoré les conséquences d'un apport de crédits excessif et mal orienté, masquées par l'apparent et trop célébré succès en matière d'inflation. Au total, les idées de l'Ecole Autrichienne, d'Irving Fisher et de Hyman Minsky sortent grandies de cet épisode de la crise en Europe [Bernard Landais (2017)]. A l'inverse, la théorie des Zones Monétaires Optimales, d'inspiration néokeynésienne, a été un très mauvais guide. Elle est passée complètement à côté des situations de danger concrètes et donc n'a servi à rien, sinon à détourner la BCE et les Etats de leurs devoirs. Elle a aussi négligé dans quelles conditions pratiques pouvait fonctionner une zone monétaire de pays indépendants, normalement préoccupés de leurs intérêts nationaux avant, pendant et après les pics de difficulté.

L'euro et plus exactement le fonctionnement de l'Union Monétaire Européenne ne peuvent néanmoins être chargés de tous les péchés d'Israël. La majorité des pays, dont la France, n'a pas pâti outre mesure de la présence dans la zone, de l'existence de la monnaie unique et de la politique monétaire de la BCE, au-delà de ce qui a été

dit au sujet de la crise secondaire de 2012 et des erreurs qui l'ont provoquée. Leur stagnation chronique est imputable à d'autres causes, ce que confirme a contrario l'expérience irlandaise. Cette stagnation relève de facteurs réels plus fondamentaux [Bernard Landais (2018)] sur lesquels le régime monétaire n'a pas forcément de prise.

#### 4. Conclusion: Quelles perspectives ?

Ayant expliqué pourquoi l'euro n'a pas été le franc succès annoncé, reste à déterminer son avenir et celui de la zone. Outre les douze pays du départ, cette dernière comprend désormais sept pays supplémentaires (Chypre, Estonie, Lettonie, Lituanie, Malte, Slovaquie et Slovénie). Il s'agit de petites économies qui ne semblent pas en mesure d'apporter de nouveaux problèmes, à l'exception peut-être de Chypre où l'endettement public est fort et qui a déjà connu une crise financière.

La zone peut indéniablement perdurer malgré son incapacité à améliorer la situation de ses membres depuis vingt ans. Les circonstances qui en ont fait un échec ne se reproduiront peut-être pas, du moins si les Etats de leur côté et la BCE du sien tirent correctement les leçons de l'expérience. Après une crise profonde comme celle de 2008, on doit se prémunir contre les fragilisations financières (financiarisation et crédits publics et privés excessifs aboutissant aux spéculations et à l'endettement exagéré). La banque centrale a ajouté à sa panoplie la politique non orthodoxe qui devra impérativement lui permettre d'agir sur les crédits de façon plus sélective, à la fois par secteur et même par destination géographique. Elle ne doit donc pas y renoncer mais en faire un outil permanent de sa politique monétaire, tout en relevant ses taux d'intérêt pour assainir la situation des bilans bancaires et relancer les placements d'épargne. Les Etats doivent comprendre que leur dette est une menace pour la stabilité de l'ensemble et respecter les règles de stabilité. Pour ces dernières et plutôt que d'insister sur les déficits publics, une révision en direction d'un **contrôle plus strict de l'endettement public** s'impose. On a moins à craindre des supposés « chocs budgétaires » que sont des déficits passagers que d'une dérive durable de dépenses publiques à crédit conduisant à douter de la solvabilité des Etats et réparant ainsi de futures crises de dettes souveraines.

Les orientations précédentes correspondent à ce qu'on peut conclure sur la viabilité de l'euro et de sa zone, mais il reste l'important problème de dire avec qui la vie

va pouvoir continuer. Rappelons-nous à cet égard la distinction fondamentale entre l'optimalité d'admission et l'optimalité d'adhésion.

Quels pays peuvent encore gêner les mouvements de l'ensemble ? La réponse est simple, ceux qui figuraient dans la catégorie 4, c'est-à-dire la Grèce et l'Italie : pour la stabilité financière indispensable à la zone, ces pays représentent à l'heure actuelle des bombes à retardement d'autant moins contrôlables que leur opinion et leur représentation politique campent ou évolueront bientôt vers l'euroscpticisme. Leur endettement public est donc peu susceptible de décroître et ce, indépendamment même des situations d'exception. L'application du critère d'optimalité d'admission conduit donc à les laisser sortir de la zone.

Quels pays souffriraient trop en cas de nouvelles difficultés ou de nouvelles crises, sans pouvoir s'ajuster pour une reprise ou en s'ajustant à un coût trop élevé : on retrouve les deux mêmes plus le Portugal. La situation de ce dernier pays s'améliore ces derniers temps, pas suffisamment peut-être pour ne pas préférer une monnaie nationale ajustable ; la parole est évidemment aux Portugais et leur choix est peut-être entre immigration et niveau de vie ! Des choix qui sont aussi à faire sur le continent africain quand il s'agira (bientôt) d'abandonner ou de maintenir la zone Franc CFA-Euro.

On terminera par le cas de la France qui peut parfaitement continuer à utiliser l'euro, en faisant néanmoins attention à un endettement public qui s'élève désormais à près de 100 % du PIB ; il pourrait vite se transformer en boulet, voire en bombe à retardement, si les taux d'intérêt remontaient (et ils doivent remonter). Une importante baisse des dépenses publiques serait bénéfique, pour un pays qui en détient le record d'Europe. Elle est souhaitable à ce point de vue, mais encore pour retrouver une vraie croissance.

**L'euro n'a donc pas apporté un vrai succès économique mais rien n'interdit qu'il se rattrape !**

## ANNEXE 1

### BCE et crise européenne : une conséquence de l'Union

La politique monétaire de la BCE a joué un rôle déterminant dans les déséquilibres annonciateurs de crise, à la fois comme la plupart des banques centrales qui n'hésitent pas à alimenter les poussées de crédit et comme banque centrale d'un ensemble d'économies nationales qu'elle contribua par la force des choses mais consciemment (pour conduire une convergence des niveaux de vie) à dissocier. Rudiger Ahrend (2008) a mesuré les « écarts de Taylor » pour des pays de l'OCDE ; ces « écarts de Taylor » sont la différence entre le taux d'intervention de la banque centrale et celui qui résulterait, pour un pays déterminé, du calcul d'un taux d'intervention fictif, compte tenu des écarts de production et des écarts d'inflation vis-à-vis de leur norme souhaitable. Ainsi, la plupart des anomalies détectées avant 2008 concernent des pays qui auraient dû subir des taux d'intervention bien plus élevés que les taux effectifs pratiqués par la banque centrale et qui ont donc connu des « écarts de Taylor » négatifs. Un écart de Taylor, lorsqu'il dure, est donc un formidable encouragement donné à l'endettement excessif. Les pays titulaires d'un « record » à cet égard pour l'écart et sa durée sont l'Irlande (1999-2007), le Portugal (1998-2005), l'Espagne (1998-2007) et la Grèce (2000-2007), tous des pays de la Zone Euro. L'impact de cette politique laxiste vis-à-vis de ces pays s'observe aussi en termes de bulles d'actifs, notamment immobiliers.

## Bibliographie

- Andrade, Joao Souza (2017) : « Débat sur l'intégration économique et monétaire européenne : le cas du Portugal », *Revue Internationale des Économistes de Langue Française* (RIELF), Vol 2, N°1.
- Ahrend, Rudiger (2008): « Monetary Ease- A factor behind Financial Crises ? Some Evidence from OECD Countries », OECD Paris, The Open Access, Décembre.
- De Grauwe, Paul (2012): « In Search of Symmetry in the Eurozone », *CEPS Policy Brief*, N°268, Mai.
- Gourinchas, Pierre-Olivier et Obstfeld, Maurice (2011) : « Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First », *NBER Working Papers* N° 17252, Juillet.
- Landais, Bernard (2017): « Les fluctuations : une synthèse nouvelle », *L'Harmattan* (édit).
- Landais, Bernard (2018): « Stagnation de la croissance française », *Revue Internationale des Économistes de Langue Française* (RIELF), Vol 3, N°2.
- Landais, Anne-Yvonne et Landais, Bernard (2014): « Optimalité en zone monétaire et mondialisation spécifique des Etats : un cas limite, l'Irlande », *Studia Oeconomica Posnaniensia* (SOE) Vol 2 , N°12.