

BELFORT

Mouvement Européen pour la France

Conférence du 18 décembre 2018

L'Union Monétaire Européenne : des déséquilibres qui s'aggravent ?

Pourquoi l'Union Monétaire Européenne est-elle caractérisée par l'existence de déséquilibres économiques ?

Pour deux raisons principales autour desquelles j'articulerai ma présentation.

I – La première tient à la diversité – à l'hétérogénéité – des membres qui composent l'Union.

Un ensemble de pays allant de la Grèce, de Chypre, à l'Allemagne en passant par l'Italie, l'Espagne, le Portugal, l'Irlande, la France, le Bénélux, l'Autriche, la Finlande ... reflète, évidemment, les grandes différences qui distinguent l'économie de ces pays.

Donnons-en donc quelques exemples en prenant un échantillon de 4 pays représentatifs des particularités : Allemagne, France, Espagne, Italie¹.

a) Compétences des travailleurs (2016)

Allemagne	14 ^{ème} rang	parmi les pays de l'OCDE
France	21 ^{ème} rang	”
Italie	25 ^{ème} rang	”
Espagne	26 ^{ème} rang	”

¹ Chiffres cités par Patrick Artus « L'hétérogénéisation de la zone Euro va rester très fragile » 3 oct 2018 Natixis Flash Economie.

b) Qualité du système éducatif (enquête PISA de l'OCDE 2015)

Allemagne	508 (score global)
France	496
Espagne	491
Italie	485

c) Effort d'innovation (% des dépenses de recherche-développement / PIB)

Allemagne	3%
France	2,3%
Italie	1,5%
Espagne	1,4%

d) Spécialisation productive dans le secteur manufacturé (valeur ajoutée en % du PIB en valeur)

Allemagne	22%
Italie	15%
Espagne	13%
France	11%

e) Préférences collectives pour une protection sociale plus ou moins généreuse (dépenses publiques sociales en % du PIB en valeur)

France	26%
Italie	22%
Allemagne	19%
Espagne	16%

*

* *

Il n'est donc pas surprenant que des pays - si différents par leurs traditions économiques, leurs atouts en matière de ressources naturelles et humaines, leur degré de productivité du travail - ... aient des performances économiques très variées.

Et cela se vérifie en ce qui concerne :

- La santé des finances publiques,
- L'équilibre extérieur,
- Le revenu par habitant,
- La compétitivité des secteurs les plus exposés à la concurrence.

*
* *

Mais il n'y a pas que l'hétérogénéité économique. Il y a aussi la manière dont fonctionne l'Union Monétaire et le degré de solidarité au sein de l'Union.

*
* *

II – L'Union Monétaire Européenne n'a pas été conçue pour absorber les chocs économiques et réduire l'hétérogénéité.

L'Union Monétaire, telle que réalisée par le Traité de Maastricht, n'a pas été conçue comme une communauté destinée à égaliser les diversités structurelles des Etats-Membres. Cela aurait pu être imaginé. Mais, en l'occurrence, cette possibilité a été écartée dès l'origine.

La règle du « no bail out » (pas de renflouement) est, de fait, au cœur de l'architecture de l'Union. Cette dernière accorde, certes, des aides pour faciliter le « rattrapage » des niveaux de vie différenciés à travers le continent. Mais cette assistance (sous forme notamment de Fonds Structurels) n'est pas destinée à compenser par des transferts publics permanents des faiblesses de compétitivité lorsque celles-ci sont dues à des rigidités auxquelles les Etats tarderaient à porter remède.

Il en résulte que chaque Etat Membre est censé être responsable de ses propres décisions en matière de réformes structurelles, de telle sorte que l'Union réalise un minimum indispensable de cohésion européenne.

Des écarts de niveaux de vie – dûs, en particulier, aux rapports des potentiels de croissance, aux différences de productivité et aux avantages naturels respectifs – sont évidemment inévitables dans une zone à forte hétérogénéité économique comme celle de l'Union Européenne. Mais le concept retenu a écarté l'idée d'égaliser systématiquement les différences de revenus par voie de transferts publics.

En d'autres termes, en cas de divergences fondamentales (en matière fiscale ou structurelle) il est du devoir de chaque Etat-Membre de mettre en œuvre des mesures correctives pour atténuer les disparités concurrentielles les plus manifestes (par exemple en matière d'évolution de structures de coûts salariaux, comme ce fut le cas entre 2000 et 2010).

On a, en fait, observé deux phases – très différentes – depuis la création de la zone Euro.

a) Une première phase (2000-2010) a vu s'aggraver les divergences économiques

L'Union Monétaire commença sous de mauvais auspices.

Dès sa mise en œuvre en 2000, les politiques économiques des pays Membres de l'Union se mirent à diverger aussi bien en Allemagne et en France que dans le sud de l'Europe.

L'Allemagne et la France – dont les déficits budgétaires étaient incompatibles avec les critères de Maastricht – firent pression au début des années 2000 pour se faire exempter des règles du Pacte de Stabilité et de croissance. Ce mauvais exemple ouvrait la porte à la contagion de l'Europe périphérique.

De fait, les coûts de production chez les Etats périphériques et en France connurent un dynamisme beaucoup plus prononcé que dans les pays du « Nord » (Allemagne, Benelux, Autriche).

L'octroi de crédits (notamment hypothécaires) dans le Sud de l'Europe (et en Irlande) s'emballa, et les prix de l'immobilier montèrent en flèche.

Quant aux déficits budgétaires, ils se creusèrent dans la périphérie.

En d'autres termes, loin de converger - ce qui aurait été dans la logique d'une Union Monétaire en devenir - les économies de l'Union se différenciaient de jour en jour.

Il en résulta que l'inflation des pays de la périphérie en surchauffe s'éleva. Mais comme dans une zone monétaire il n'y a qu'un seul taux d'intérêt directeur, il s'en suivit que les taux d'intérêt réels (défalqués de l'inflation) de la périphérie étaient plus bas que dans les pays du Nord.

Le résultat fut d'accroître les incitations à emprunter dans les pays du Sud. Le taux d'intérêt de la BCE se révélait inadéquat pour des pays où la demande et le crédit s'envolaient.

L'un des moyens pour corriger cette imperfection aurait été de mettre en place des politiques compensatoires qui restreignent le crédit dans les pays où l'emballement monétaire menace, et d'encourager les pays où les taux d'inflation sont inférieurs à la moyenne à développer la demande intérieure. C'est ce qu'on appelle la gestion macroéconomique différenciée.

Mais rien ne fut fait en ce sens.

Les hétérogénéités se creusèrent donc.

On considère, à cet égard, que de 2000 à 2010 :

- ✓ les coûts unitaires de main d'œuvre ont progressé annuellement en moyenne de 0,4% en Allemagne, alors que les chiffres correspondants ont été de 3% pour la Grèce et de 2,7% pour l'Espagne et l'Italie,
- ✓ les déficits de balance des paiements courants se sont accrus dans le Sud (jusqu'à - 12% du PIB en Grèce et à - 8,7% en Espagne), alors que le Nord connaissait des excédents (dépassant parfois + 5% du PIB : Allemagne : + 5,7%).

Les ajustements de charge étant, par définition, impossibles dans une Union Monétaire, de tels écarts de balances courantes auraient dû normalement déstabiliser les marchés financiers et se traduire par des taux d'intérêt plus élevés dans les pays en surchauffe.

Il n'en fut rien : de 2000 à 2009 les Etats périphériques purent émettre des titres souverains au même niveau de taux d'intérêt que l'Allemagne, en dépit de leurs déséquilibres économiques. Ce ne fut qu'après 2009 que les marchés commencèrent à discriminer les signatures et que les taux montèrent fortement dans la périphérie, d'où la crise des « souverains » de l'Euro de 2010. C'était comme si les marchés

n'avaient pas cru en la règle du « non renflouement » (« no bail out ») qui est, pourtant, au cœur de la construction de Maastricht et s'étaient réveillés avec dix ans de retard ...

b) Une zone en cours de réparation depuis 2010

Avec retard, et après cette décennie perdue en divergences, le système s'est sensiblement amélioré depuis les années 2010 et la crise des dettes souveraines.

Ainsi, les évolutions de coûts salariaux se sont harmonisées (en France, ces coûts sont entrés dans une phase de modération qui commence à permettre à notre pays de retrouver une meilleure compétitivité-coûts, encore que le déséquilibre cumulé avec l'Allemagne ne soit pas encore effacé).

Ainsi, les pays périphériques ont tous amélioré leurs comptes publics ainsi que leur croissance.

Ainsi, l'Espagne - malgré l'existence d'un chômage très élevé - a retrouvé un taux de croissance et un niveau d'exportations remarquables.

Ainsi, les balances des transactions courantes – qui donnent une idée des compétitivités relatives – sont devenues plus cohérentes.

Balances des transactions courantes en % du PIB

	2000	2006	2009	2016	2017
Allemagne	- 1,7%	+ 5,7%	+ 5,7%	+ 8,3%	
France	+ 1,2%	0	- 0,8%	- 0,9%	
Espagne	- 2,9%	- 8,7%	- 4,6%	+ 1,9%	
Italie	- 0,1%	- 2,5%	- 1,8%	+ 2,7%	
Irlande	-	- 5,4%	- 5,6%	+ 3,9%	+ 2,5%
Grèce	- 3,4%	- 10,8%	- 12,3%	+ 2%	
	(- 6,8% en 2002)				
Zone Euro	- 0,5%	- 0,2%	- 0,2%	+ 3,9%	

Source : OCDE

Le tableau ci-dessus montre, à partir de situations de compétitivité très disparates en 2006-2009 – marquées par des déficits courants considérables et insoutenables chez les pays périphériques – que la zone Euro est devenue plus cohérente.

De fait, en 2016-2017 tous les pays de l'Union Monétaire – sauf la France – ont regagné l'équilibre de leurs paiements courants.

On m'objectera que cette amélioration n'a pu se produire qu'à la faveur d'une politique d'« austérité » qui frappe particulièrement les pays à chômage élevé (comme l'Espagne).

La réponse me semble tenir en deux points :

- ✓ En premier lieu, il convient de relativiser la notion d'« austérité budgétaire » : en gros, la dépense publique a été réduite dans les pays périphériques au niveau atteint avant la crise de 2007-2008, niveau déjà substantiel. Au demeurant, la soutenabilité de la dette dans certains de ces pays est encore problématique. Il en résulte qu'indépendamment de l'existence même de la zone Euro, une correction budgétaire aurait, de toutes façons, été indispensable.
- ✓ En second lieu, le vrai défi de l'Union Monétaire me paraît dépasser – et de loin – le problème budgétaire.

Tant que les gains de productivité dans le Sud de l'Europe sont inférieurs à ceux du Nord (ce qui est le cas), il n'existe aucun moyen – quel que soit le cadre monétaire retenu – d'isoler et de « protéger » intégralement les revenus du Sud. En réalité, la seule solution favorable à la croissance devrait emprunter un double chemin :

- ✓ accepter une certaine modération des salaires dans le Sud tout en engageant des réformes structurelles indispensables,
- ✓ parfaire l'Union des capitaux. Ce point est important. La solution américaine éclaire, à cet égard, la question. Aux Etats-Unis, contrairement à l'Europe, l'Union monétaire fonctionne en grande partie parce-que le marché financier joue un rôle important dans la solution des déséquilibres économiques entre régions. Les « excès » de capital se dirigent librement vers les zones en quête d'investissement. Certes, le budget fédéral des USA, avec ses « stabilisateurs automatiques », aide à résoudre les déséquilibres provenant de chocs asymétriques et, de ce point de vue, l'Europe fonctionnerait mieux avec un

budget fédéral quelque peu augmenté à la mesure des problèmes. Mais l'essentiel de l'ajustement (environ 80%) se fait aux USA par le jeu du marché².

En Europe, la situation est très différente : 20% seulement des chocs sont absorbés (essentiellement par des mouvements de capitaux). Ce qui veut dire que les pays de la zone euro les plus affectés par des chocs économiques sont laissés à eux-mêmes à hauteur de 80% du problème (4 fois plus qu'aux Etats-Unis). Les graphiques 5 et 6 ci-dessous illustrent ces différences des deux côtés de l'Atlantique.

c) Mais un nouveau déséquilibre apparaît : le considérable excédent courant allemand.

L'Allemagne est en train d'enregistrer un excédent massif de sa balance courant (8,7% du PIB).

Ceci n'est pas dû aux largesses budgétaires du Sud de l'Europe, mais au facteur de spécialisation qui affecte les zones monétaires : les plus productifs des pays membres réussissent de plus en plus et ce phénomène s'accroît au fur et à mesure que ces pays bénéficient du taux de change moyen relativement bas de l'Euro.

D'une certaine manière on pourrait être tenté de dire que les ajustements opérés par le Sud ont été annulés par les déséquilibres massifs du Nord.

On considère que la monnaie « virtuelle » de l'Allemagne est sous-évaluée par rapport aux pays du Sud à hauteur de 20%.

La doxa habituelle aurait amené à la recommandation suivante :

« Puisque les pays du sud ont des monnaies sur-évaluées, il leur appartient de réduire leurs coûts de 2% par an pendant 10 ans par rapport à l'Allemagne pour neutraliser le problème des écarts de change avec l'Allemagne ».

Mais cette recette ne fonctionne plus :

- Comment demander à des pays qui ont atteint l'équilibre extérieur de réduire encore davantage leur demande interne pendant 10 ans pour permettre à l'Allemagne de conserver ses excédents ?

² On ne peut complètement appliquer à l'Europe le modèle américain, qui fonctionne d'autant mieux que la part du marché dans le financement de l'économie est significativement plus élevée (environ 3 fois) qu'en Europe. Raison de plus pour explorer les ajustements « fiscaux ».

Le simple énoncé de la recommandation montre son absurdité et ses conséquences politiques (populisme).

- En effet, si les pays du Sud devaient - pour neutraliser les effets de la sous-évaluation de la monnaie du Nord - pratiquer une forte réduction de leurs coûts (équivalent d'une dévaluation « interne ») ceci conduirait, dans ces pays du Sud, à un recul de leur inflation et donc à la hausse de leurs taux d'intérêt réels et donc du coût de leur endettement.

*
* *

Conclusion

La situation est-elle donc désespérée ?

Non si, comprenant la nature du problème, on prend les bonnes mesures.

Je vais les esquisser :

Il faut accepter de vivre avec des pays hétérogènes (les US vivent bien avec un PIB par tête à NY de 65000 \$ et de 32000 \$ au Mississippi).

Le problème n'est pas de supprimer les hétérogénéités (avoir 27 petites Allemagnes), mais d'en corriger les effets néfastes.

Nombreuses sont les solutions possibles ; j'en citerai deux :

- a) Créer une mobilité réelle des capitaux au sein de la zone Euro.

L'épargne des pays du Nord n'irrigue pas les pays du Sud en quête de financements pour leurs infrastructures.

En Europe seulement 20% des chocs économiques sont absorbés par des mouvements de capitaux compensateurs.

Aux Etats-Unis c'est 80% des ajustements qui se font par le marché.

- b) Se doter d'un budget de la zone Euro qui permette de compléter les mouvements de capitaux équilibrants et de mettre en œuvre des dispositifs de solidarité additionnels.

Il ne s'agit pas de « redistribution fiscale ». il s'agit de corriger le déséquilibre fondamental allemand qui menace la survie de l'Euro.

Il est temps de mettre en œuvre un mécanisme d'ajustement symétrique assurant que les excédents structurels soient ajustés au même titre que les déficits.

L'urgence d'agir est extrême, faute de quoi le pire est à craindre.

Jacques de Larosière

*

* *