

## **Les problèmes de l'euro**

Conférence devant le Parlement de Bruxelles

15 novembre 2022

**Jacques de Larosière**

L'euro a été lancé avec succès. Cette devise est devenue la seconde monnaie mondiale. Elle a permis une intensification des échanges à l'intérieur de la zone, et, en supprimant le risque de change, elle a été un facteur important d'intégration commerciale : elle a aussi réduit les coûts des transactions intra zone.

Mais, à l'usage, la monnaie unique européenne a révélé nombre de vulnérabilités et de contradictions. Examinons-les rapidement :

### 1) Le paradoxe consubstantiel

C'est la coexistence d'une monnaie unique avec des politiques économiques laissées à la discrétion des différents Etats membres.

De plus, la zone euro ne dispose pas de mécanismes privés de partage des risques à même d'absorber les chocs économiques<sup>1</sup>. En dépit de la création de l'Union Bancaire (2014), les marchés bancaires demeurent en effet très fragmentés et l'Union des Marchés de Capitaux reste une idée sans contenu.

### 2) Cette situation favorise l'accroissement des hétérogénéités entre Etats membres.

L'hétérogénéité des revenus par tête et de la productivité a augmenté depuis la création de l'euro : les pays hautement industrialisés et à forte compétitivité deviennent plus forts du fait de l'extension des échanges dont ils profitent ainsi que de la capacité des pays du Sud à importer du fait de l'existence d'une monnaie commune plus forte que n'auraient été leurs devises si elles étaient restées nationales. Le Sud, moins industrialisé et plus producteur de services à faible valeur ajoutée, est inévitablement moins gagnant.

---

<sup>1</sup> Le partage des risques est une capacité d'absorption des chocs au sein d'une Union monétaire qui empêche les évolutions régionales, cycliques et structurelles de conduire à une fragmentation permanente. Les États-Unis, quand ils font face à des déséquilibres régionaux, ont une forte capacité d'adaptation.

De fait, les revenus par habitant se sont écartés depuis 2000 comme le montre le tableau ci-dessous, les différences s'étant creusées depuis 2008<sup>2</sup>. La spécialisation productive, phénomène normal, tend à se renforcer dans une zone monétaire hétérogène et à créer des divergences croissantes entre niveaux de vie.

Les pays les plus forts sont devenus encore plus forts et les moins forts sont devenus, en termes relatifs, plus faibles.

La divergence des niveaux de vie en Europe avait été cachée par le boom immobilier des premières années de l'euro (de 1999 à 2008). Après 2008, cette divergence croissante a été masquée par la monnaie unique qui a permis aux pays du Sud de disposer d'une monnaie relativement forte qui ne sanctionnait pas, par sa dépréciation, la baisse de leur productivité qui, normalement, devrait se traduire par une baisse du change.

- 3) De fait, dès le début de l'Union, les différents pays de la zone ont profité de leur liberté en matière de politique économique. En gros, les Etats du « Nord » se sont concentrés sur le renforcement de leur industrie, ont pratiqué des négociations salariales très décentralisées et ont cherché à maîtriser leurs comptes publics. Les pays du « Sud » ont privilégié, quant à eux, la demande de consommation, le crédit et la redistribution sociale sans se préoccuper des conséquences budgétaires. Il en est résulté un accroissement marqué des disparités entre pays membres.

Ainsi, quand on prend comme base de référence 100 le coût salarial unitaire allemand en 2000, on voit qu'en 2017 les glissements ont atteint :

- 125 pour l'Allemagne,
- 150 pour l'Italie, 145 pour l'Espagne, 137 pour la France

---

2

Pays	2000	2017
Allemagne	33 000 €	39 000 €
France	32 000 € (96%)	35 000 (89%)
Italie	31 000 € (93%)	30 000 (76%)
Espagne	27 000 (81%)	30 000 (76%)

Revenus par tête (en euros)

Source : Observatoire des inégalités (chiffres arrondis).

Les % représentent les pourcentages des revenus par tête par rapport à ceux de l'Allemagne.

Sur 17 ans, les revenus par tête ont augmenté en Allemagne de 18%

en France de 9%

en Espagne de 11%

Sur 17 ans, les revenus par tête ont diminué en Italie de 3%

Sur un indicateur-clé des compétitivités comparées, on constate donc en quelques années, des disparités considérables (de 25 à 12%) qui ne sont pas viables à terme et qui posent le problème de l'avenir de l'euro.

Le phénomène est cumulatif : puisque la politique monétaire ne peut être que « moyenne », elle n'est pas assez stricte pour les pays les plus inclinés à la surchauffe, ce qui accroît encore les disparités.

#### 4) Comment parer à ce danger ?

La doctrine est claire : si on ne peut plus ajuster les changes, il faut que les coûts s'ajustent, c.à.d. baisser les salaires et intensifier la mobilité de l'emploi. Mais les traditions syndicales, jointes à la persistance de « l'illusion monétaire », expliquent que ces recommandations sont difficiles à appliquer. Par ailleurs, la mobilité géographique des travailleurs est plus faible en Europe qu'aux Etats Unis.

Un autre moyen serait de renforcer la coopération des politiques économiques entre Etats membres. Or on sait que le Pacte de stabilité et de croissance n'a pas été respecté au début par la France et l'Allemagne ce qui a exercé un effet contagieux sur les autres.... Puis, l'Allemagne a adopté un chemin budgétaire vertueux qui a été trop peu suivi.

La dette publique accumulée par certains Etats Membres atteint à présent des proportions inquiétantes qu'il va falloir gérer.

En conclusion, on voit que les Etats membres n'ont pas « pris en mains leur destin » en assurant le minimum de coordination qui aurait pu faire fonctionner le système avec des chances de survie.

Il n'est pas trop tard : mais il faudra du leadership pour réparer l'existant et assurer l'avenir. La première et urgente tâche est de remplacer le Pacte de stabilité par un véritable mécanisme ; de bonnes propositions sont sur la table : à l'Europe de jouer !

\*

En somme, l'ancien « trilemme » de Mundell concernant les zones monétaires optimales tient toujours : quand les changes sont fixes, (et à fortiori quand ils ont disparu dans une monnaie unique) on ne peut faire coexister à la fois liberté des capitaux et liberté des politiques économiques des Etats membres. L'un de ces éléments doit céder, et comme l'Union est basée sur le concept de marché unique (hommes, marchandises et capitaux) il faut se résoudre à limiter la liberté des membres en matière de politique économique. C'est là la condition de la survie de l'Union : une forte coordination

des politiques économiques. On a trop souvent oublié cette contrainte nécessaire. Elle est pourtant au cœur de l'Union monétaire. Faute de pouvoir mettre en œuvre un système fédéral, il faut donc organiser une véritable coordination entre les États.

\*

Mais, chemin faisant, sont apparus d'autres « trilemmes » :

1. Ainsi, il semble impossible de combiner à la fois le principe de non-renflouement contenu dans le traité de Maastricht, la liberté budgétaire des États membres et l'indépendance de la Banque Centrale. En effet, si certains États dépassent les limites assignées aux déficits publics par le Pacte de stabilité, la BCE sera amenée, pour éviter le désordre des marchés, à mettre en œuvre une politique plus accommodante que celle qu'une banque centrale indépendante aurait normalement choisie.
2. De même, il paraît illusoire de vouloir associer la libre circulation des capitaux, la stabilité financière et la liberté des choix budgétaires : en présence de dérapages budgétaires, le marché réagit, les écarts de taux (spreads) s'intensifient et la stabilité financière est mise à l'épreuve.

Les mouvements de capitaux circulant en Europe ont été abondants de 1999 à 2008, (ils ont cessé depuis) mais ont financé surtout les déficits publics, le crédit privé et la bulle immobilière notamment en Espagne, mais aussi ailleurs. Ainsi, ces mouvements de capitaux ont contribué à la forte croissance du crédit aux ménages d'un pays comme la France. (la dette des ménages français était de 40% du PIB en 1998, avant l'euro, alors qu'elle a bondi ultérieurement pour atteindre 72% en 2019). On comprend que ces entrées de capitaux aient détérioré la position extérieure nette de la France qui est passée de 0 à -20% du PIB en 2019.

3. On peut ajouter un autre « trilemme » qui n'est, du reste, pas limité à la zone euro :  
Il est difficile de conserver à la fois la stabilité financière, les insuffisances de discipline budgétaire et l'absence d'aléa moral. Face à l'épreuve de la crise financière, les banques centrales sont, en effet, amenées à racheter les titres qui sont sur le point de s'effondrer et l'aléa moral s'installe donc subrepticement dans nos sociétés, transférant le coût du risque du privé au public.

4. L'Europe est caractérisée par le rôle, sans doute excessif, de l'intermédiation bancaire et souffre d'une insuffisance notoire de son marché des capitaux. C'est là, a contrario, une manifestation bien connue de la supériorité financière des Etats Unis. Mais comment résoudre le problème tant que prévaudra une réglementation européenne interdisant, en fait, le recours à la titrisation qui est la condition d'une renaissance du marché des capitaux ? Désir de disposer d'un marché des capitaux et règles le bloquant ne peuvent pas faire bon ménage, surtout quand la BCE maintient des taux d'intérêt plus faibles que ceux des Etats Unis assurant ainsi la sous-compétitivité de notre marché financier et l'exportation des capitaux hors de la zone.
5. Mais d'autre part, même la conduite de politiques budgétaires responsables ne sera pas suffisante à protéger l'Union en l'absence des réformes structurelles indispensables dans nombre de pays. Sinon, l'Union s'enfoncera doucement dans un déclin fait de faible productivité.
6. On peut se demander, enfin, si le fait de centrer exclusivement la politique de la concurrence sur le risque de « positions dominantes », n'est pas incompatible avec la naissance de ces « champions européens » dont nous avons besoin pour tenir notre rang dans la révolution technologique, processus que l'Union a, jusqu'à présent, totalement délaissé au profit de la Chine et des Etats Unis.
7. La situation la plus dangereuse est celle des pays de la zone euro qui combine :
  - Des taux d'intérêt (spreads) élevés,
  - Des dettes publiques importantes,
  - Une croissance potentielle faible

Pour que leur dette publique reste soutenable, il faudrait que de tels pays dégagent un important excédent budgétaire primaire (hors intérêts sur la dette publique).

Faute de quoi, les pays en cause s'installeront dans la sous-compétitivité avec la tentation, politique, d'un retour à l'indépendance monétaire.

---

P.S. : J'ai consulté pour ce travail les articles publiés par Cairn sur la gouvernance économique de la zone euro (Varoudakis, Cartapanis, Couppey-Soubeyran, Partick Artus...).