



Des jeunes au chômage manifestent contre les mesures d'austérité à Madrid.

Où va **L'EURO?**

Kevin Hjortshøj O'Rourke

Les historiens pourraient un jour se demander comment il a même pu voir le jour

L'ÉCONOMIE de la zone euro est dans une pagaille épouvantable.

En décembre 2013, le PIB était encore 3 % au-dessous de son niveau du premier trimestre 2008 dans la zone euro, alors qu'il le dépassait de 6 % aux États-Unis. Le PIB était inférieur de 8 % à ce qu'il était avant la crise en Irlande, de 9 % en Italie, et de 12 % en Grèce. Le taux de chômage de la zone euro dépasse 12 % — il atteint environ 16 % au Portugal, 17 % à Chypre et 27 % en Espagne et en Grèce.

Les Européens sont tellement habitués à ces chiffres qu'ils ne s'en émeuvent plus, ce qui est très alarmant. Or, ce ne sont pas de petits détails qui entachent une réussite par ailleurs impeccable, c'est la preuve d'un lamentable échec.

L'euro est une mauvaise idée, comme on l'a fait remarquer il y a une vingtaine d'années,

alors qu'il était en cours de conception. La zone monétaire est trop vaste et diverse — et compte tenu de la nécessité d'ajuster périodiquement les taux de change réels, le mandat anti-inflation de la Banque centrale européenne (BCE) est trop restrictif. La mobilité de la main-d'œuvre entre les États membres est trop limitée pour que les migrations entre les régions pauvres et les plus prospères soient un moyen de régulation viable. Et il n'y a quasiment pas de mécanismes budgétaires pour transférer des ressources d'une région à une autre en cas de chocs qui touchent plus durement certaines parties de la zone que d'autres.

Problèmes prévisibles

Toutes ces difficultés étaient clairement prédites par la théorie traditionnelle de la zone monétaire optimale. En 1998, l'Irlande vivait une phase



d'expansion sans précédent, et les prix des logements grimpaient à vive allure. Des taux d'intérêt plus élevés se justifiaient, mais lorsque l'Irlande a rejoint la zone euro en janvier 1999, le taux d'escompte de la banque centrale a été abaissé de 6,75 % au milieu de 1998 à tout juste 3,5 % un an plus tard. L'Irlande faisait la fête et la toute nouvelle BCE rajoutait du rhum dans le punch.

On entendait le même genre d'histoire à la périphérie de la zone euro, où les capitaux affluaient et faisaient monter les salaires et les prix. Mais ce qui monte ne redescend pas si facilement quand il n'y a pas de monnaie indépendante. La mobilité de la main-d'œuvre au sein de la zone euro reste limitée : les jeunes travailleurs irlandais émigrent en Australie ou au Canada, les jeunes portugais vont en Angola ou au Brésil. Et comme il n'y a pas de budget fédéral pour lisser les chocs asymétriques, l'austérité procyclique, qui exacerbe les récessions au lieu de les atténuer, a été l'arme choisie pour lutter contre la crise — que ce choix ait été imposé par les marchés ou par les politiciens et les banquiers centraux de la zone euro. Le chômage de masse à la périphérie est exactement ce que la théorie prédit dans de telles circonstances.

En vérité, depuis 2008, nous avons appris que la théorie traditionnelle de la zone monétaire optimale était trop optimiste au sujet de l'union monétaire européenne. Tout comme une bonne part de la macroéconomie courante, elle faisait fi du rôle des intermédiaires financiers tels que les banques, qui mettent en relations les épargnants et les emprunteurs. Beaucoup des

problèmes les plus insolubles de la zone euro ont pour cause les flux de capitaux du cœur vers la périphérie de la zone via les prêts interbancaires. Lorsque ces flux se sont taris ou inversés, les crises bancaires qui en ont résulté ont grevé les finances publiques des pays périphériques. Cela a encore détérioré les bilans des banques et la création de crédit, d'où la dégradation de la situation économique et la hausse des déficits publics — c'est la boucle infernale emprunteurs-souverains-banques.

Conséquences politiques

Les crises bancaires ont des conséquences politiques nocives du fait de leurs répercussions au-delà des frontières. Les décisions dictées par la panique ont été discrétionnaires et incohérentes — en Irlande en 2010, les créanciers des banques ont pour une large part tiré leur épingle du jeu, alors qu'en 2013 à Chypre, ils y ont laissé beaucoup de plumes. Cela va avoir des conséquences politiques à long terme. On peut comprendre que les bureaucrates européens souhaitent considérer que ces affaires sont de l'histoire ancienne, mais il reste que l'électeur moyen n'apprécie guère l'hypocrisie et l'intimidation. Les petits pays vulnérables ont reçu une cuisante leçon de *realpolitik* européenne qu'ils ne sont pas près d'oublier.

Que faire à partir de ce constat? Depuis 2010, la plupart des économistes centrent leur réflexion sur les moyens d'améliorer le fonctionnement de l'union monétaire. Même ceux qui étaient sceptiques quant à l'avenir de l'Union économique et monétaire (UEM) s'inquiétaient suffisamment des conséquences de son éventuelle dislocation pour ne pas plaider en faveur de la sortie de l'euro. Résultat : une série de suggestions en vue d'éviter l'effondrement de la monnaie unique à court et moyen terme et d'améliorer le fonctionnement de l'UEM à plus long terme.

À court terme, ce qu'il faut, c'est une politique monétaire moins rigide, assortie si possible d'une politique budgétaire plus accommodante. S'il y a une leçon que les historiens de l'économie ont retenue de la Grande Dépression, c'est que la correction par l'austérité et la dévaluation interne (c'est ainsi que l'on appelle de nos jours la déflation dans les États membres individuels de la zone euro) est un exercice périlleux. Primo, les salaires nominaux résistent à la baisse, si bien que la déflation, si on y parvient, aboutit à la hausse des salaires réels et du chômage. Secundo, la déflation accroît la valeur réelle de la dette privée et publique, fait monter les taux d'intérêt et incite les consommateurs et les entreprises à différer des achats onéreux dans l'attente d'une baisse des prix. La Grande-Bretagne a affiché de larges excédents primaires pendant les années 20, mais son ratio dette/PIB a fortement augmenté en raison du contexte déflationniste et de faible croissance de l'époque.

Tertio, les multiplicateurs budgétaires sont élevés lorsque le taux d'intérêt est proche de zéro, de sorte que la réduction des dépenses entraîne une lourde baisse du revenu national. Le FMI a calculé que durant la crise actuelle, les multiplicateurs budgétaires sont plus proches de 2 que de 1 — comme ce fut le cas dans l'entre-deux-guerres. La conclusion qui s'impose est que la BCE doit agir énergiquement, non seulement pour conjurer la déflation, mais en fixant l'objectif d'inflation au-dessus de 2 % pendant une période de transition afin de faciliter l'ajustement du taux de change réel et de préserver la solvabilité de ses États membres. Une dose supplémentaire d'investissements, dans les

pays qui en ont les moyens budgétaires ou de la part de la Banque européenne d'investissement, pourrait aussi être utile.

À plus long terme, tout le monde — sauf l'Allemagne — pense que la zone euro a besoin d'une union bancaire afin d'asseoir la stabilité financière et de substituer aux décisions discrétionnaires un processus davantage fondé sur des règles et politiquement plus légitime (voir «Secours tectoniques» dans ce numéro de *F&D*). Cela nécessiterait un système commun de supervision de la zone euro, une structure unique de règlement des faillites

Plus la crise perdure, plus le retour de bâton anti-européen sera rude.

bancaires à l'échelle de la zone, assortie d'une dotation budgétaire pour toute la zone et un mécanisme commun de garantie des dépôts. Le groupe des «euronomistes», composé d'économistes européens de renom, a proposé la création d'un actif «sûr» qui pourrait être détenu par les banques nationales. Cela briserait la boucle infernale emprunteurs souverains-banques évoquée plus haut, et il serait plus facile aux États souverains de restructurer leur dette si nécessaire (en réduisant les dégâts collatéraux causés à leur système bancaire). L'exemple des États-Unis suggère qu'un élément d'union budgétaire, en plus des ingrédients nécessaires pour établir une union bancaire digne de ce nom, serait un mécanisme de stabilisation important. L'établissement d'un système d'assurance chômage à l'échelle de la zone euro serait un petit pas dans la bonne direction.

Moins d'Europe

Tout cela plaide pour «plus d'Europe» et non moins. Comme bien d'autres, je m'en suis fait l'avocat depuis cinq ans. Mais à la longue, il devient de plus en plus difficile de défendre cette cause avec conviction.

Premièrement, *depuis 2010, la crise a été incroyablement mal gérée, ce qui amène à se demander s'il est sensé pour un quelconque pays, surtout s'il est petit, de se placer à la merci des décideurs de Bruxelles, Francfort, ou Berlin.* Ce n'est pas simplement une question d'idéologie de la monnaie forte, pourtant bien délétère, de la part des principaux acteurs. C'est une question d'incompétence flagrante. Le «renflouement» calamiteux de Chypre a marqué de ce point de vue un tournant décisif pour de nombreux observateurs, mais les hausses de taux d'intérêt décidées par la BCE en 2011 méritent aussi une mention déshonorable.

De graves questions juridiques, politiques et morales doivent être posées au sujet du comportement de la BCE durant cette crise — par exemple, la menace proférée en 2010 contre Dublin de torpiller le système bancaire irlandais (ou, si vous préférez, de forcer l'Irlande à quitter la zone euro) si les créanciers privés des banques privées n'étaient pas remboursés. On entend souvent dire que la BCE ne peut pas assouplir la politique monétaire parce que les gouvernements ne se sentiraient plus contraints de poursuivre les réformes structurelles que Francfort juge souhaitables. Outre que le bien-fondé de ces réformes est moins prouvé que ne le disent parfois les économistes, il est injuste de maintenir délibérément des gens au chômage contre leur gré, à

des fins politiques précises. Et il n'est pas légitime qu'un banquier central de Francfort, sans mandat électif, tente de peser sur les débats éminemment politiques en Italie ou en Espagne, parce que ce banquier central n'a pas de mandat électif et est à Francfort.

Deuxièmement, *il est de plus en plus évident que l'avènement d'une union bancaire véritable, encore moins d'une union budgétaire ou d'un actif sûr pour la zone euro n'est pas pour demain.* Depuis des années, les économistes répètent que l'Europe doit faire son choix : s'engager dans la voie du fédéralisme, ce que la logique de la monnaie unique semble exiger, ou revenir en arrière. Nous sommes maintenant en 2014 : à quel stade pourrions-nous conclure que l'Europe a choisi sa voie et qu'une union plus approfondie est hors de question? Plus la crise perdure, plus le retour de bâton politique sera rude, et c'est compréhensible : l'attentisme n'aidera pas les fédéralistes. Nous devrions laisser au nouveau gouvernement allemand quelques mois pour nous surprendre et, quand notre attente sera déçue, en tirer la conclusion logique. S'il n'y a pas moyen d'aller de l'avant, il devient peut-être inéluctable et souhaitable de faire marche arrière.

L'Europe a vécu un âge d'or, en grande partie grâce à l'intégration européenne. Elle a favorisé la croissance dans les années 50 et 60 et a donné aux Européens la liberté d'étudier, de travailler et de prendre leur retraite à l'étranger, qui est tenue pour acquise. Sous sa forme actuelle, l'UEM menace de ruiner l'ensemble du projet. Pendant l'entre-deux-guerres, les électeurs se ralliaient aux partis qui promettaient de dompter le marché et de le mettre au service des gens ordinaires au lieu de l'inverse. Lorsque le parti social-démocrate, en Suède, a proposé ce programme politique, il en a été récompensé par les urnes. Lorsque les démocrates se sont laissés enfermer dans des chaînes dorées et une idéologie de l'austérité, comme en Allemagne, les électeurs ont fini par leur tourner le dos.

À la croisée des chemins

L'Europe se caractérise aujourd'hui par les contraintes qu'elle impose aux gouvernements, et non par les possibilités qu'elle leur donne d'améliorer le sort de leurs concitoyens. C'est politiquement intenable. Il y a deux solutions : aller de l'avant vers une Europe politique fédérale, où la droite et la gauche pourront concourir sur un pied d'égalité, ou revenir à une Union européenne sans monnaie unique et laisser chaque pays décider de son propre destin. La deuxième option nécessitera l'imposition du contrôle des changes, des défauts de paiement dans plusieurs pays, des mesures pour lutter contre la crise financière qui s'ensuivra et des décisions concertées pour régler l'héritage de dettes et de contrats.

La disparition de l'euro causerait sans le moindre doute une crise majeure. Nous ne devrions pas l'appeler de nos vœux. Mais si la crise est inévitable, il vaut mieux sauter le pas, tant que les centristes et les europhiles sont encore aux manettes. Quelle que soit la direction choisie, nous devons procéder de manière démocratique, et il est absurde d'attendre éternellement. Si au bout du compte l'euro est abandonné, je prédis que dans 50 ans, les historiens se demanderont comment il a même pu voir le jour. ■

Kevin Hjortshøj O'Rourke est titulaire de la chaire d'histoire économique Chichele du All Souls College, Oxford.