

L'euro malade de sa gouvernance

L'euro n'a qu'un peu plus de dix ans, et c'est un euphémisme de dire que la zone euro traverse déjà une phase décisive de son existence. Lors de l'établissement de la monnaie unique, les discussions des macroéconomistes furent influencées par la théorie des zones monétaires optimales, développée en 1961 par Robert Mundell, professeur à l'université new-yorkaise de Columbia. Cette théorie faisait apparaître les coûts et les bénéfices d'une union monétaire. Du côté bénéfiques, l'élimination des taux de change permettait une baisse des coûts de transaction et du risque de change, deux effets susceptibles de stimuler commerce international et investissements transfrontaliers. De plus, l'apparition de l'euro permettait la création de marchés des capitaux plus liquides et de favoriser le financement des entreprises par les marchés. Dans certain pays, comme l'Italie, la Grèce ou le Portugal, l'adoption de l'euro a également permis une baisse spectaculaire du coût de la dette publique.

Du côté des coûts, l'adoption d'une politique monétaire commune rendait impossible une réponse à des chocs frappant des pays de la zone euro de façon asymétrique. Un autre coût venait des externalités négatives imposées par des pays de la zone s'endettant trop. C'est pour répondre à ce danger que le Pacte de stabilité a été mis en place, avec des limites sur les dettes et les déficits. Où en sommes-nous ? A ce stade, les bénéfices attendus ont, au moins en partie, été au rendez-vous. Les liens commerciaux et l'intégration financière se sont renforcés au sein de la zone euro. La baisse du coût du capital pour les pays dits « périphériques » (Portugal, Espagne, Irlande...) a été forte, trop forte en fait. Elle a contribué à la hausse très rapide des prix de l'immobilier dans ces pays et a enflé démesurément le secteur de la construction. Cette réallocation des ressources vers des biens non échangeables s'est accompagnée d'une appréciation du taux de change réel et d'une perte de compétitivité de ces pays. Les bulles immobilières ont été financées par des flux de capitaux provenant des pays épargnants de la zone euro, comme l'Allemagne. On a, au sein même de la zone euro, des déficits massifs de balance courante. Le premier problème décrit au moment de l'adoption de l'euro est donc bien devenu réalité avec la crise : on ne peut plus déprécier le taux de change nominal pour aider l'ajustement des pays périphériques quand ça va mal.

Mais il est de toute façon illusoire de penser qu'une dépréciation du taux de change aurait été un remède miracle. Les dépréciations nominales n'ont que des effets transitoires et elles créent de l'inflation. L'accroissement temporaire de compétitivité disparaît lorsque les prix domestiques commencent à augmenter, suivant en particulier le renchérissement des coûts des importations. Pour des économies très ouvertes, comme le Portugal ou la Grèce, il est vraisemblable que l'effet inflationniste se ferait sentir très vite. Pour ces pays, l'ajustement devra se faire par la modération salariale et des gains de productivité pour regagner de la compétitivité vis-à-vis de l'Allemagne.

Le second grand problème auquel nous sommes aussi confrontés est, à mon sens, encore plus épineux. Le surendettement de certains pays impose une externalité négative sur les autres. Le problème de la Grèce a sûrement été amplifié par l'euro, car l'appartenance à la monnaie unique a permis à la Grèce d'augmenter sa dette sans conséquence visible pendant trop longtemps. Mais il est avant tout lié aux institutions grecques et à la faible capacité de collecter les impôts. Les revenus fiscaux grecs sont les plus faibles de l'Union européenne, ils s'élèvent à 20 % du PIB (si l'on exclut la sécurité sociale) contre une moyenne de 26 % dans l'Union. La réalité est encore pire, car une grande partie de l'économie grecque est souterraine (on l'évalue à 30 % du PIB).

Il sera très difficile pour la Grèce de se sortir de la crise de ses finances publiques sans réduire drastiquement l'évasion fiscale. Or tout changement institutionnel et de norme sociale prend du temps. C'est pour cela qu'une restructuration de la dette grecque est toujours plausible, malgré les aides européennes et du FMI. Une telle restructuration pourrait s'accompagner d'un effet de contagion pour d'autres pays de la zone. La gouvernance de la zone euro a été jusqu'à présent incapable de prévenir ce type d'externalités négatives. Espérons que la gravité de la crise fera bouger les choses. Pour l'euro, ça passe ou ça casse.

HELENE REY EST PROFESSEUR À LA LONDON BUSINESS SCHOOL.