

La théorie des zones monétaires optimales à l'épreuve des crises européennes récentes

Par Bernard Landais, Professeur émérite à l'Université de Bretagne-Sud

Introduction

Quelles sont les conditions de réussite d'une union monétaire (UM) pour un groupe donné de pays ou d'états ? La réponse à cette question a été donnée par la théorie des zones monétaires inventée par Robert Mundell (1961). Pour les économistes, « réussir » une union monétaire signifie qu'en se passant de la flexibilité du change, on parvient néanmoins à maîtriser et à équilibrer les trajectoires conjoncturelles des différentes parties de l'UM. L'adhésion d'un pays sera compatible avec le maintien de la monnaie unique si des mécanismes rééquilibrants acceptables viennent compenser la perte du taux de change.

La théorie des zones monétaires optimales (ZMO) fait de la mobilité du facteur travail le principal critère d'optimalité conditionnant le bon fonctionnement d'une zone monétaire [Robert Mundell (1961)]. D'autres critères ont été parfois présentés [entre autres ceux de Peter Kenen (1969) Ronald Mc Kinnon (1963) ou encore Harry Johnson (1969)] qui complètent cette théorie exprimée dans sa version exogène. De leur côté, Jeffrey Frankel et Andrew Rose (1997) ont examiné le processus par lequel une union économique et monétaire pouvait progressivement devenir optimale au fil du temps grâce au renforcement des échanges, inaugurant ainsi une version endogène optimiste. Des articles de Julius Horvath (2003) et Marc-Alexandre Sénégas (2010) résument les discussions récentes avant la crise.

La théorie met en jeu deux types de critères séparés pour examiner les chances de succès d'un regroupement monétaire : on s'interroge d'une part sur la question des dangers, plus précisément sur la probabilité de survenance de chocs asymétriques dans une zone et à une époque données [accent mis sur la spécialisation (de Peter Kenen ou de Krugman) ou la version endogène de type « Frankel et Rose »] et d'autre part, la question des ajustements, sur la capacité des économies d'une zone à retrouver un équilibre relatif après qu'un choc asymétrique se soit produit. La réponse à ces deux questions pour la zone euro aboutit souvent à la conclusion que celle-ci n'est pas optimale : les pays de la Zone Euro ne formeraient pas une zone optimale d'abord parce qu'ils ne sont pas à l'abri des chocs asymétriques et de conjonctures fortement désynchronisées et ensuite parce qu'ils souffrent de plusieurs "absences" : absence de flexibilité des salaires et des prix, absence de mobilité suffisante du

facteur travail à court terme ou encore absence de mécanismes compensatoires exprimant la solidarité budgétaire et fiscale.

Mais, au-delà, la crise récente en Zone Euro invite à se poser des questions sur la théorie elle-même et ce pour deux raisons, correspondant chacune aux critères de danger et d'ajustement évoqués :

La première concerne l'origine des problèmes ; les « chocs asymétriques » en sont-ils la cause principale et n'est-on pas en droit de demander un renouvellement théorique quant aux origines mêmes de la Grande Récession et plus généralement des crises à redouter ? Il s'agit donc d'ajouter à l'approche traditionnelle des dangers, les éléments pertinents de la théorie des fluctuations la plus probante. On parvient alors à mettre à jour pour toute Union Monétaire une version endogène, cette fois pessimiste, de la théorie des Zones Monétaires Optimales.

La deuxième touche au rapport entre l'optimalité et les ajustements. Que signifient réellement ces termes et que recouvrent-ils en réalité ? Dans la théorie, l'optimalité est définie à partir d'une recherche unique de rééquilibre après chocs pour la zone entière et les ajustements y contribuent suffisamment ou pas, rendant ainsi la zone « optimale » ou « non optimale ». Mais en se référant au « fait national » on peut prétendre que les ajustements qui se produisent se réalisent parfois au détriment du bien-être et de la croissance de certains pays de la zone euro, ils signalent le besoin de redéfinir l'objectif et par conséquent l'optimalité elle-même, moins comme une faculté de réaliser des rétablissements relatifs que comme celle d'obtenir des reprises et des croissances fortes d'après crise pour l'ensemble des membres.

Dans ce contexte théorique, qui sous-tend la nécessité de définir des critères nationaux d'adhésion à côté des critères d'admission, il nous semble de surcroît utile d'introduire ce qu'Anne-Yvonne et Bernard Landais (2014) ont appelé la notion de *mondialisation spécifique*, chaque pays membre vivant la mondialisation à sa manière tant en ce qui concerne les dangers potentiels ou les dominations conjoncturelles subies de l'extérieur de la zone qu'à propos des divers moyens d'ajustement des déséquilibres. Ces caractéristiques nationales de mondialisation composent un critère rendant plus ou moins faciles les ajustements d'après choc et d'après crise.

Les éléments choisis dans le déroulé des crises européennes récentes doivent nous permettre d'illustrer ces points qui plaident pour une sérieuse adaptation de la théorie des Zones Monétaires Optimales.

I Origine des crises et théorie des ZMO

A Une théorie peu causante sur les raisons de la crise

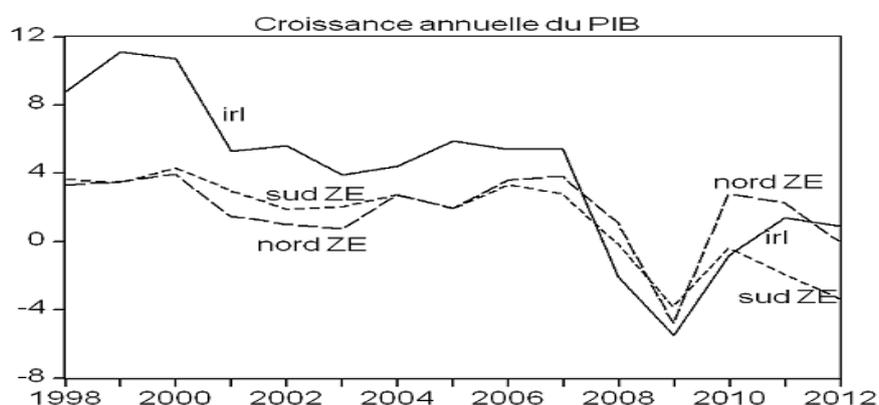
En 2008, une conférence organisée par la Banque Centrale Européenne (BCE 2008) pour préparer la grande fête des 10 ans de la Zone Euro, faisait état surtout des succès enregistrés depuis 1999, notamment en ce qui concerne la maîtrise de l'inflation. Dans ces discours d'autosatisfaction, on passait pudiquement sous silence le fait que pour l'ensemble des pays concernés, les performances de croissance n'avaient guère été à la hauteur des attentes et des discours. Incidemment, la croissance moyenne des pays périphériques (Sud et Irlande) s'avérait meilleure que celle des pays du Nord ce qui confirmait l'avantage apparent d'accompagner le phénomène de convergence promis aux pays économiquement en retard.

Du point de vue de la théorie des ZMO, nul déséquilibre évident ne s'était produit au sein de la zone et nul besoin d'ajustement hors changes n'avait été ressenti. Les conjonctures nationales s'avéraient plutôt mieux synchronisées que lors des périodes ayant précédé l'union [Battilosi et Alii (2008)] et la « grande modération » s'invitait de ce côté de l'Atlantique. La théorie des Zones Monétaires Optimales n'avait donc pas eu l'occasion de montrer sa valeur sinon pour valider sa version endogène optimiste, celle de J Frankel et A Rose, la mise en œuvre de l'Union Monétaire semblant effectivement avoir réduit le nombre et l'importance des chocs asymétriques. De ceux-ci, à vrai dire, pas de trace visible...

Néanmoins, nous savons maintenant qu'à cette époque, la Zone Euro dansait sur un volcan. Passée l'éruption, on ne peut que constater l'ampleur de ses dégâts en termes de production et d'emploi dans les diverses parties de la Zone (voir graphique 1).

Graphique 1 Croissance du PIB avant et pendant la crise pour la Zone Euro

(Calculs et graphiques de l'auteur)



Légende : La partie Sud de la Zone Euro est composée des quatre pays suivants : Grèce, Italie, Espagne, Portugal. La partie Nord est composée des cinq pays suivants : Allemagne, Autriche, Belgique, Pays Bas et Finlande. Les courbes retracent l'évolution des moyennes arithmétiques simples pour ces deux ensembles.

Le taux de croissance moyen du PIB de la Zone Euro a glissé de 3 % en 2007 à 0,3 % en 2008 et tombe à - 4,4 % en 2009. La reprise se produit assez tôt et correctement : + 2 % en 2010 et + 1,4 % en 2011 ; mais surtout, l'année 2012 a vu le commencement d'une récession secondaire (-0,6 %) à peine atténuée en fin 2013. Le chômage, qui avait atteint un point bas de 7,6 % en 2008 passe brusquement à 9,6 % en 2009. Si la reprise le stabilise en 2011, il continue sa progression les deux années suivantes en liaison avec la récession secondaire. Fin 2012, il atteignait 11,4 %.

Dans le discours théorique, la théorie des ZMO associant « chocs asymétriques » et « ajustement » est l'équivalent en version spatiale de l'approche des fluctuations la plus traditionnelle avant 2008, à savoir l'enchaînement impulsion-propagation. Ici les impulsions sont les chocs asymétriques d'offre ou de demande et ces chocs se propagent dans les économies particulières de diverses façons mais évidemment différentes en intensité voire même opposées d'un pays à l'autre ; d'où le besoin d'ajustement !

La crise de 2008 ne s'est pas produite selon ce schéma mais plutôt sous l'effet d'une crise économique et financière touchant des économies prêtes à y succomber et selon un mécanisme de montée progressive de fragilisation suivie d'une mise à feu venant de l'extérieur (la crise des subprimes). La longue fragilisation fut différente d'un pays de l'UEM à l'autre mais le déclenchement fut concomitant. Pas de chocs asymétriques évidents, les tentatives pour localiser géographiquement les contaminations financières en provenance des USA étant vouées à l'échec, tant elles furent rapides et compliquées. Même si le système bancaire d'un pays donné n'avait pas accumulé une forte quantité d'actifs américains douteux, il subissait immédiatement la crise si ses partenaires financiers en avaient accumulés. Il est donc parfaitement illusoire de différencier à cet égard les pays de la Zone et l'idée d'une origine commune quasi identique peut être admise.

En gros donc, pas plus de chocs asymétriques pendant la crise qu'avant, alors même que la production déclinait partout en Zone Euro et que le chômage progressait. La récession de 2008 toucha néanmoins plus sérieusement quelques pays périphériques et ces pays (les « PIIGS ») connurent une reprise beaucoup plus lente, à la mesure de leurs fragilisations passées. La crise bancaire et économique de 2008 fut suivie plus tard (2010) d'une crise des dettes publiques et très logiquement ce sont les pays les plus fragilisés d'avant 2008 qui en furent à l'origine et l'endurèrent le plus violemment. Ainsi des besoins d'ajustement sont apparus après 2008, pour tous les pays sortant de la « Grande Récession » et plus encore pour certains des plus fragilisés.

En conclusion, sans qu'on n'ait jamais identifié de chocs asymétriques, il s'est produit néanmoins un faisceau de gros problèmes économiques et sociaux enchaînés sur plusieurs années et dont certains durent encore. La théorie des ZMO ne nous avait pas préparé à prévoir et à suivre ce qui s'est passé en Europe entre 2002 et 2014.

B La genèse de la crise en Europe

Ce que découvre l'article de Daniel Gros (2012), au titre éloquent (« Macroeconomic Imbalances in the Euro Area : Symptom or Cause of the Crisis ? »), c'est que les déséquilibres en Zone Euro se sont en réalité développés et accumulés au cours des périodes précédant la crise (notamment à partir de 2002). Les différences de croissance liées à la convergence des économies les plus pauvres vers les plus riches de la zone ont provoqué des déséquilibres extérieurs cumulatifs et des accumulations de dettes extérieures et publiques chez les premiers et des excédents chez les seconds ; ceci exprime le processus "normal" (néoclassique) de circulation des capitaux au sein de la zone, processus grandement facilité par l'existence même de la monnaie unique, avec par exemple des taux d'intérêt réels très faibles dans les pays en rattrapage. Enfin, se sont greffés des phénomènes d'euphorie et d'insouciance qui ont abouti à gonfler puis finalement faire éclater les bulles immobilières et de dettes souveraines de certains pays. Ainsi, bien loin de se retrouver dans un des cas prévus par la théorie des ZMO, les déséquilibres qui se révèlent après 2009 sont la suite logique du long processus précédant le choc de 2008.

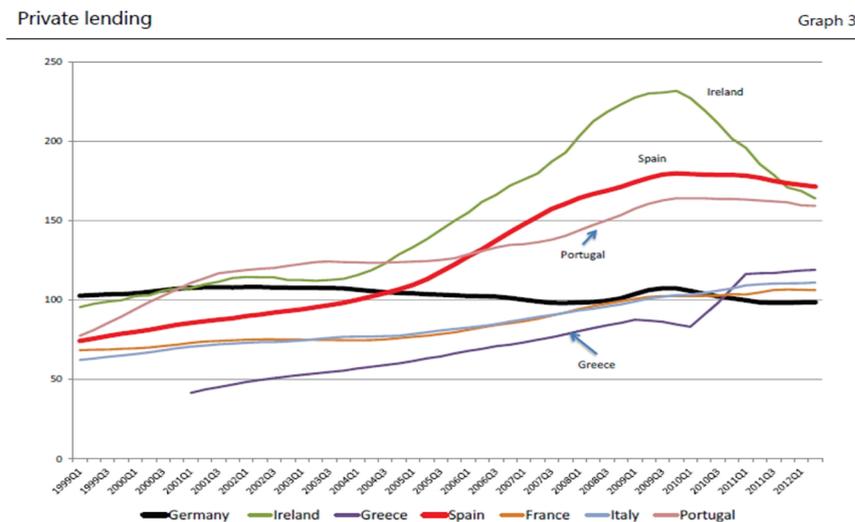
On doit insister sur une association potentiellement « infernale », celle des crises à la fois bancaires, de change et des dettes souveraines. Elle a affecté surtout les pays émergents mais Pierre-Olivier Gourinchas et Maurice Obstfeld (2012) sont persuadés qu'elle doit inquiéter aussi les pays développés et nous pensons qu'elle éclaire particulièrement bien le cas de la Zone Euro. Ils mettent à profit les travaux de Graciela Kaminsky et Carmen Reinhart (1999) pour en étudier les cas pratiques de la fin du vingtième siècle. Partant d'une crise bancaire systémique associée à une forte dépréciation du change, ils indiquent que les finances publiques peuvent être mises en péril lorsque le gouvernement intervient pour garantir les dettes des banques, acquière auprès d'elles des actifs douteux ou leur injecte du capital. Lorsqu'elles sont suffisamment onéreuses, ces mesures surajoutent une troisième crise, celle de la dette souveraine. C'est dire si l'association des crises bancaires et de change peut s'avérer dangereuse. Les travaux sont entrepris pour deux groupes de pays, les 22 pays

de l'OCDE et 57 pays émergents afin de déterminer les meilleurs prédicteurs de ces deux crises (bancaire et de changes). La méthode utilisée est une estimation Logit sur panels sur la période 1973-2010. Les pays subissent aussi d'autant plus facilement une crise de change qu'ils ont expérimenté un taux de change réel élevé un ou deux ans avant.

L'absence de flexibilité du change est ainsi montrée du doigt. De même, l'absence de réserves de change suffisantes accroît le risque de crise future. Une autre variable clef est mise en évidence : il s'agit du rapport du crédit au PIB. Les booms de crédit, particulièrement lorsqu'ils alimentent les bulles d'actifs immobiliers, préparent les crises bancaires et de change. Mais alors, que se passe-t-il si les changes sont fixés par une Union Monétaire ? Peut-on considérer qu'éviter ainsi une crise de change est une bonne chose ou, faute de cet exutoire, entraîne une tension supplémentaire sur le système bancaire et l'économie réelle ? Enfin, selon P-O Gourinchas et M Obstfeld, les crises de dettes souveraines sont bien annoncées par la montée du crédit global et par celle des dettes publiques à court terme.

Graphique 2 Les poussées de crédit privés pour quelques pays de la zone euro

Source : Tano Santos (2015)



En conclusion de cette étude nous retenons que les deux facteurs qui semblent le mieux anticiper les crises des trois sortes (change, banques, souveraine) et par conséquent les événements graves associés à leur conjonction, sont **la poussée du crédit** et la montée du **taux de change réel**, les deux choses étant d'ailleurs souvent liées : les booms de crédit entraînent typiquement des pertes de compétitivité ou hausse du change réel et les pays qui éprouvent les deux simultanément sont des victimes probables de crises financières. En Zone Euro, de tels phénomènes ont clairement affecté les pays périphériques du Sud et l'Irlande.

C Epargne, Investissement, croissance et socialisme

On connaît la fameuse équation qui relie les agrégats macroéconomiques :

$$(T - G) + (S - I) = (X - M) = \text{SNK} \quad \text{qui devient facilement :}$$

$$S_N = I + (X - M) = \text{SK} \quad \text{ou} \quad S_N - I = \text{CC} = \text{SK}$$

L'excédent public « impôts (T) – dépenses publiques (G) » **plus** l'excès d'épargne privée (S) par rapport aux investissements (I) **égale** le surplus du commerce extérieur ou CC [(compte courant = exportations (X) – les importations (M)] lui-même équivalent aux sorties nettes de capitaux (SNK). S_N est l'épargne nationale, égale à $S + (T - G)$.

Dans une union monétaire, les pays les moins avancés ou dotés d'un potentiel de croissance élevé attirent les capitaux et ont un déficit extérieur. Ils attirent les capitaux parce qu'ils offrent de meilleures rentabilités réelles ou supposées et des possibilités de spéculation à la hausse des valeurs d'actifs. Ils peuvent financer les investissements par ces flux excédentaires rentrants mais ils développent aussi les crédits domestiques par des anticipations de profits souvent exagérées et des taux d'intérêt réels moins élevés. Cette dernière propriété tient à la politique monétaire unique qui établit les taux nominaux au niveau de la zone, tandis que l'inflation des pays en expansion rapide est généralement plus forte. Le secteur financier de ces pays se trouve donc au cœur de la dynamique de développement et les banques des autres pays sont tentées de s'y associer en achetant ou en développant des réseaux. Ainsi, globalement, si les investissements « I » sont forts, les déficits extérieurs et les entrées nettes de capitaux sont élevés. De plus, derrière ces entrées nettes, se cachent des flux bruts de bien plus grande envergure, ce qui veut dire qu'en définitive, les crédits à l'économie et à certains secteurs progressent en pourcentage du PIB. Les risques pris par les organismes financiers croissent avec leur quantité mais les **risques ressentis** par eux ne progressent pas forcément. Ainsi, ce que nous appelions plus haut la « fragilisation » est inexorablement en marche.

La politique monétaire : responsable, sinon coupable ?

La politique monétaire de la BCE a joué un rôle déterminant dans ces 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.

Vers la crise secondaire de 2011

Pour l'Europe, l'histoire ne s'arrête malheureusement pas là. L'observation des crises économiques conduit aussi à se pencher sur les « complications » budgétaires, déjà abordées par Maurice Obstfeld et Pierre Olivier Gourinchas. Toute crise économique comme celle de 2008, produit des déficits et de l'endettement public supplémentaire, en partie pour des raisons en rapport avec les stabilisateurs automatiques (moins de recettes d'impôt, plus de dépenses sociales) et en partie à cause des politiques keynésiennes de relance. Lorsque de surcroît la crise est financière, il peut arriver que l'endettement public devienne cataclysmique, en raison des actions de sauvegarde menées au profit des banques lorsque celles-ci sont menacées de faillite. Les nationalisations et reprises de dettes peuvent coûter très cher à l'Etat. Ainsi, Patrick Honohan (2017) donne des chiffres étonnants du coût budgétaire brut des crises bancaires entre 2007 et 2013. Retenons par exemple les 44 % du PIB pour l'Islande, 39 % du PIB pour l'Irlande et 22 % pour la Grèce. Plus un système bancaire a été imprudent, plus il s'est laissé griser par la montée des crédits avant une crise et plus bien sûrement l'endettement de l'Etat subit le contrecoup de la crise bancaire, peut devenir insoutenable et provoquer une crise de la dette souveraine ; c'est ce qui s'est passé en Europe après 2010. Ce fait s'aggrave encore si l'Etat s'était lui-même endetté beaucoup, dès avant la crise, pour profiter à plein de l'abondance des crédits et d'une vacance de signalement des risques. Enfin, comme en matière financière tout est lié, les pays européens créditeurs sont eux-mêmes impliqués et secoués par les défauts ou perspectives de défaut des états imprudents.

Des épargnes nationales insuffisantes

Une grande partie de ces scénarios ne se produiraient pas ou du moins se produiraient avec une moindre intensité et de moindres risques si, parallèlement à la montée des investissements et des spéculations, les épargnes publiques et privées (épargne nationale) se maintenaient ou progressaient. Si S , $(T - G)$ et leur somme S_N sont substantiels, les investissements nationaux et la croissance économique peuvent être financés de façon différente, plus solide et plus sûre, avec une dépendance moins grande vis-à-vis de l'extérieur et un plus fort pourcentage d'autofinancement. Or dans certains pays et singulièrement avant la crise de 2008, il s'est produit de fortes tensions de consommation et donc inversement une baisse de l'épargne nationale. Qu'elles en sont les raisons ?

En premier lieu, si les taux d'intérêt réels sont bas, cela entraîne aussi les demandes de crédits à la consommation. En deuxième lieu, les valeurs d'actifs, notamment immobiliers, sont élevées et les anticipations de ces valeurs d'actifs le sont également. Beaucoup de périodes de fragilisation financière sont marquées par des bulles immobilières qui donnent un sentiment de richesse, propice à un taux élevé de consommation. En troisième lieu enfin, les Etats sont toujours tentés de développer leurs interventions sociales et de vivre sur un grand pied. Leur dette s'accroît à la mesure de nouveaux déficits dans un mouvement qu'il est tentant de nommer « socialisme ». C'est ainsi que le Portugal a vu grimper sa dette publique de 50 % du PIB à 90 % du PIB entre 2000 et 2010, la part des transferts sociaux passant de 11,4 % durant la période 1994-2002 à 14,7 % au cours de la période sensible de notre étude 2003-2007. Et que dire de la Grèce ? Tous ces éléments se traduisent par une baisse importante de l'épargne nationale brute et par un écart parfois violent avec l'investissement national, écart qui correspond très exactement à un déficit extérieur, un endettement externe important et la montée du crédit et des risques corrélatifs.

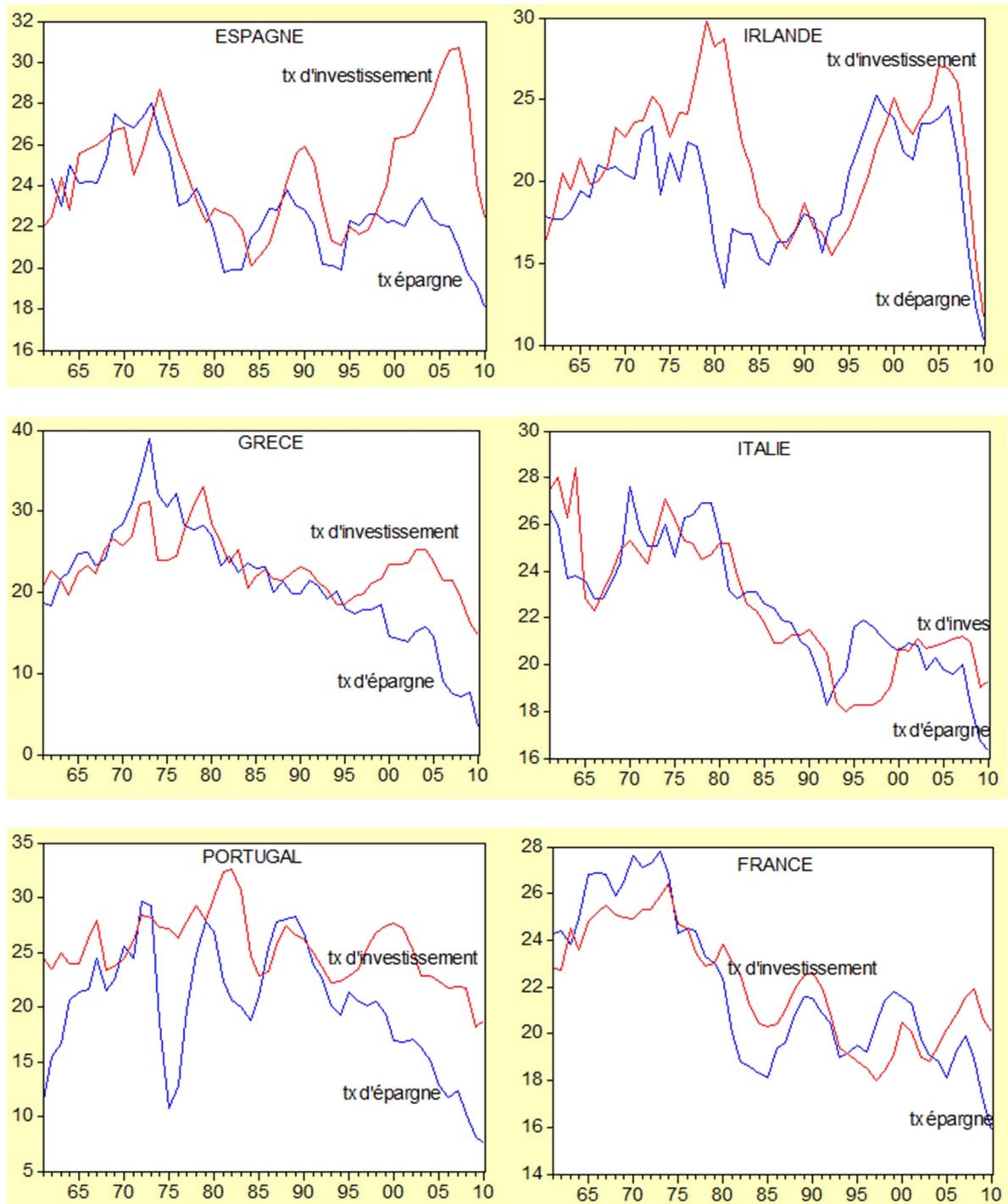
Le graphique 3 qui recense les éléments du débat pour les pays périphériques (plus la France) montre la situation des années d'avant 2008 avec les mouvements de l'épargne nationale, (qui tient donc compte des déficits publics) et de l'investissement national.

Dans un travail précédent [Bernard Landais (2009)] on avait pu observer le maintien d'une bonne relation de Feldstein-Horioka (1980), la fameuse corrélation entre l'épargne nationale et l'investissement national, corrélation suggérant clairement une causalité allant de l'épargne à l'investissement. Ici, cette bonne relation apparaît encore parfois mais ce qui frappe surtout c'est la déconnection, la montée des investissements nationaux des pays périphériques qui coïncide avec la baisse de l'épargne nationale. Parfois comme en Grèce et au Portugal, l'épargne nationale s'était affaïssée depuis déjà longtemps, marquant ainsi une

dérive politico-sociétale funeste et aboutissant dès 2005 à des valeurs à peine supérieures à 12 %. Parfois, comme en Irlande, le mouvement ne s’amorce que tout à la fin et l’épargne nationale restait en 2005 à un niveau plus que respectable.

Graphique 3 Taux d’épargne et d’investissement pour des pays ZE 1961- 2010

(Source : calculs de l’auteur sur données de l’Union Européenne)

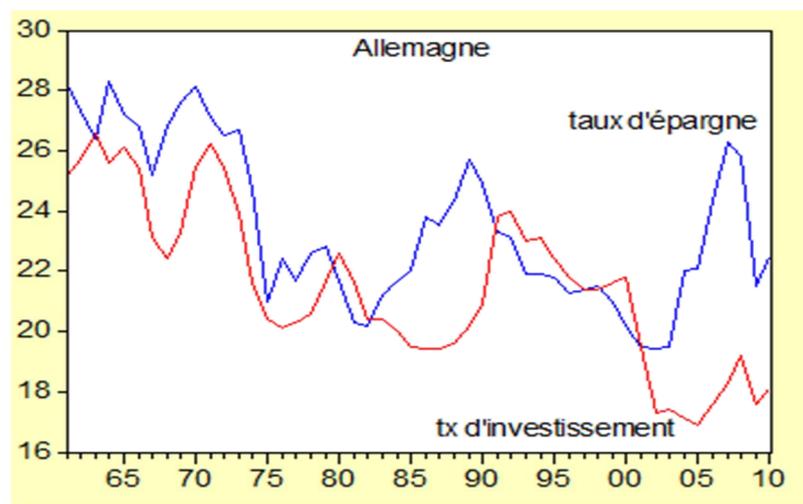


Les trois autres pays sont dans une situation intermédiaire, la France amorçant même une reprise de l'épargne en 2006. Il est frappant de constater que la fragilisation des systèmes financiers conduisant à une vulnérabilité accrue et aux « complications d'après récession » est directement lisible sur ces graphiques. La Grèce et le Portugal seront les plus concernés par ces déboires, l'Irlande effacera vite sa forte récession et ses ennuis bancaires.

L'Allemagne quant à elle, est excédentaire pour son compte courant et pourvoyeuse de fonds pour les autres pays de la zone sauf après sa réunification, dans les années quatre-vingt-dix (voir graphique 4).

Graphique 4 Epargne nationale et Investissement national en Allemagne 1961-2010

(Source : calculs de l'auteur sur données de l'UE)



Conclusion de la première partie

On en vient donc à formuler un critère d'adhésion à une zone monétaire : **L'Union Monétaire devrait se composer de pays pour lesquels son mode de fonctionnement (monnaie et politique monétaire uniques) n'accroîtra pas la vraisemblance de fragilisation économique et financière préluant aux crises.** Ce critère implique de maintenir à l'extérieur des pays trop fortement susceptibles de faire dépendre leur croissance des entrées de capitaux étrangers, pays généralement en retard par rapport aux autres et pays menant des politiques d'alimentation étatique de la consommation. Ce critère doit compléter, sinon remplacer, le critère traditionnel de probabilité de présence ou d'absence de chocs asymétriques. A première vue, il pourrait se confondre avec celui que proposait naguère Patrick Artus pour remplacer la condition de quasi-équilibre budgétaire (les fameux 3%) prévue par le Traité de Maastricht. Patrick Artus envisageait de faire du « compte courant »

pas trop déséquilibré l'un des critères d'adhésion, ce qui rejoint très exactement l'exigence d'une couverture correcte de l'investissement national par l'épargne nationale. L'expérience du fonctionnement de la Zone Euro et celle de la crise montrent pourtant qu'à cet égard, une situation correcte préalable n'est nullement une garantie d'absence de risque car c'est la présence durable dans l'Union Monétaire telle qu'elle fonctionne qui cause les excès de crédits et la montée de la vulnérabilité. En un sens et à l'inverse des idées de Jeffrey Frankel et Andrew Rose, nous avons ici affaire à une **version endogène pessimiste de l'analyse des zones optimales. Cette version endogène est fortement ancrée dans l'analyse autrichienne des cycles, les désarticulations sectorielles dues aux excès de crédit, invoquées par cette dernière, étant transposées sur des désarticulations géographiques et souvent encore sectorielles au sein d'une zone.** Le critère correspondant est destiné à défendre les intérêts du groupe tout entier (critère d'admission) autant que ceux des nations se posant la question de l'adhésion ou du maintien (critère d'adhésion).

II) Ajustements et optimalité des Unions Monétaires

Notre réflexion ne porte pas principalement sur la présence ou l'absence d'ajustements en Europe au cours de la crise récente. Des ajustements, il y en a eu, même s'ils ont été longs à opérer, douloureux et imparfaits. Notre problème est surtout de valider plus ou moins l'approche d'ajustement des ZMO, c'est-à-dire sa pertinence à la lumière de la crise en Europe.

La théorie des zones monétaires optimales discute des mécanismes d'ajustement dont peut disposer une zone monétaire lorsque les monnaies particulières n'existent plus. Sachant que des chocs asymétriques ou, comme étudié plus haut, des crises se produisent fatalement, comment les choses vont-elles s'arranger au sein de la zone ? La formulation choisie ici est volontairement vague mais la plupart du temps, dans les analyses inspirées de la théorie, le terme « s'arranger » signifie : « **réussir un ajustement permettant un resserrement des compétitivités et conjonctures particulières** ».

Il faut noter que les formes d'ajustement évoquées par la théorie des ZMO ont un caractère relatif et reliées à l'intérêt de l'ensemble. Elles produisent des critères d'admission ! On s'ajuste les uns par rapport aux autres, sans considérer explicitement l'intérêt de chaque

membre de la zone. Cette façon de penser est liée implicitement à l'hypothèse même des chocs **asymétriques**, censée se vérifier en pratique dans l'optique traditionnelle impulsion-propagation. Correspondant à cette asymétrie des problèmes, on parle surtout d'éclatement ou de dispersion du groupe et des mécanismes de resserrement existant pour y remédier. L'image présente à l'esprit est celle des taux de change et non celle des taux de croissance à long terme ou après reprise.

Même des opposants à la Zone Euro adoptent implicitement ce raisonnement ; Jacques Sapir (2017) et bon nombre de critiques de la monnaie unique pointent du doigt les forts excédents extérieurs de l'Allemagne comme un exemple de mauvais fonctionnement de la zone euro ; on pourrait tout aussi bien considérer que c'est grâce à ces excédents allemands que le commerce international de la zone entière n'est pas trop déficitaire et s'en réjouir...Que l'Allemagne possède un excédent d'épargne nationale compensant les épargnes nationales insuffisantes d'un grand nombre de pays périphériques n'a rien d'alarmant en soi !

Les ajustements préconisés en l'absence de flexibilité des changes sont donc envisagés comme des jeux à somme nulle, alors même que la vraie question est de savoir si tous les pays se sortent le plus favorablement des problèmes causés par des fluctuations et des crises très largement communes. C'est ce que démontrait la première partie.

Cette partie nous a aussi permis de redéfinir le besoin d'ajustement de la façon suivante : « **Après les crises, opérer les mouvements qui permettent à la fois de resserrer les conjonctures et les compétitivités tout en assurant la reprise et la croissance ultérieure les plus franches pour la Zone et ses composantes** ». Le second volet de la définition ouvre la porte à deux types de critiques de la théorie des ZMO : (1) l'insuffisance des critères traditionnels purement relatifs ; (2) l'insuffisance d'une approche mésestimant les positions particulières des composantes en tant que nations ou de leur place dans la mondialisation.

A L'insuffisance des critères traditionnels d'admission

La première insuffisance apparaît après le creux conjoncturel, en symétrie des versions endogènes optimistes ou pessimistes d'avant l'apparition des problèmes évoqués en première partie ; elle appellerait une étude comparative poussée des performances de croissance et de reprise post-crise en fonction de l'appartenance à une Zone Monétaire. Cette étude répondrait à la question suivante : **les pays adhérant à une zone monétaire peuvent-ils espérer ou**

non, en moyenne, de meilleures performances de croissance et de reprise que lorsqu'ils n'y adhéraient pas (critère d'adhésion) ? Une version moins probante mais plus réalisable est de comparer les performances moyennes des pays appartenant par exemple à la zone euro à celles des pays qui n'y figurent pas.

Au préalable, rappelons qu'un signe évident de bon fonctionnement de la Zone Monétaire donc l'un des critères les plus évidents d'optimalité (que néglige d'ailleurs la théorie des ZMO) serait le dégagement d'une supériorité en termes de croissance à long terme. Le moins qu'on puisse dire c'est qu'il n'en est rien pour la Zone Euro depuis sa création. Le tableau suivant tiré de Jacques Sapir (2017) confirme de multiples observations en ce sens. **La théorie des Zones Monétaires Optimales n'a rien à dire sur ce type de constat ou plus exactement ses critères d'adhésion ne lui sont pas liés.** Y sont liés au contraire les avantages souvent listés d'une monnaie unique mais difficiles à mesurer.

Tableau 1 Croissance en Zone Euro et ailleurs

Source : Jacques Sapir (2017)

Table 1. Economic Growth in Eurozone Countries and Five OECD Countries

COUNTRY	GDP IN 2015 100=1999, %	AVERAGE GROWTH IN 1999-2015, %	AVERAGE GROWTH IN 1999-2007, %	AVERAGE GROWTH IN 2008-2015, %
BELGIUM	125.6	1.43	2.23	0.6
FINLAND	128.2	1.56	3.73	-0.6
FRANCE	122.2	1.26	2.11	0.4
GERMANY	121.5	1.23	1.64	0.8
GREECE	104.7	0.29	4.07	-3.4
ITALY	102.9	0.18	1.48	-1.1
NETHERLANDS	121.6	1.23	2.28	0.2
PORTUGAL	106.2	0.38	1.52	-0.8
SPAIN	130.6	1.68	3.74	-0.3
TOTAL, NINE EUROZONE COUNTRIES	119.1	1.10	2.18	0.0
CANADA	142.3	2.23	2.80	1.7
SWEDEN	140.2	2.14	3.24	1.0
GREAT BRITAIN	134.9	1.89	3.00	0.8
USA	137.5	2.01	2.65	1.4

Source: IMF database.

Les reprises après les crises devraient faire l'objet d'analyse poussée de la part des partisans de la théorie des ZMO. L'immédiat après-crise a révélé une réactivité normale de l'ensemble de la Zone Euro, l'Allemagne, la France, l'Italie et bien d'autres pays connaissant une reprise correcte après le creux de 2009. Mais on a déjà noté que des pays périphériques comme l'Irlande, l'Espagne et bien évidemment la Grèce ont été lents à se remettre ou ne se sont pas remis du tout au bout d'un ou deux ans. Surtout, la crise secondaire des dettes souveraines ne s'est produite que pour les pays de la Zone Euro, ce qui pose à l'Union Monétaire un problème de fond. Pendant les années 2012 et 2013, nombreux ont été les taux de croissance négatifs en Zone Euro et nombreux aussi les quasi-stagnations de l'activité (Allemagne et France par exemple). Ce qui est frappant c'est qu'en dépit de son caractère financier (public cette fois) cet épisode déprimant n'a touché que la Zone Euro (si l'on excepte la Suède).

Si la solidarité financière renforcée par la monnaie unique finit par rendre plus probable et virtuellement plus destructrice une crise secondaire de ce type, c'est indéniablement un mauvais point pour l'intégration monétaire, c'est signifier que les reprises-ajustement y sont plus fragiles et susceptibles de s'interrompre. Ceci fait alors valider un critère supplémentaire bien connu en Europe mais pas autant par la théorie des ZMO, celui d'une situation soutenable des finances publiques. Les critères de Maastricht puis ultérieurement le Pacte de Stabilité sont entièrement légitimés par les ajustements chaotiques d'après la récession de 2008, dégradés en récession secondaire.

B L'insuffisance d'une approche mésestimant les positions particulières des membres et l'optimalité d'adhésion

B1 Les ajustements prévus par la théorie des ZMO ne tiennent pas assez compte du fait national.

Trois mécanismes d'ajustement sont envisagés par la théorie moderne des ZMO. Le premier, en creux, est celui de la flexibilité des prix et des salaires, chargé de resserrer les taux de change réels. Le deuxième est celui des migrations, le déplacement de la main d'œuvre des régions en difficulté économique vers les régions en meilleure santé. Le troisième est la coassurance budgétaire, un système d'impôts et d'aides actif au sein de la zone.

La théorie des ZMO a introduit une référence au fait national et une concession à l'optique d'adhésion seulement pour le troisième mécanisme. Autant les diverses régions d'un

ensemble national (cantons suisses, Länders allemands, voire Etats américains) peuvent compter sur l'appui d'un budget communautaire, autant les pays indépendants comme ceux qui constituent la Zone Euro en sont privés. C'est à cause de cette privation qu'on peut justifier l'existence d'un obstacle pour les zones constituées de pays indépendants. C'est aussi à partir de ce fait que la théorie des ZMO suggère la mise en place d'une telle solidarité budgétaire. C'est enfin en constatant cette privation que la théorie invite à tolérer des politiques budgétaires nationales autonomes.

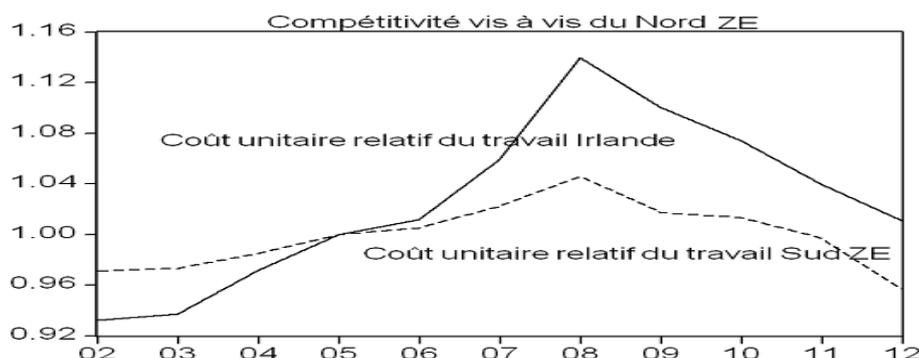
Restent alors les deux autres formes d'ajustement, celles des ajustements du taux de change réel (prix et salaires) et celle des migrations correspondant au critère de Mundell. Pour ces deux formes, la théorie des ZMO sous-estime les intérêts nationaux et légitime trop facilement des solutions post crises douloureuses et peu sensées.

Des ajustements par la dévaluation interne

La théorie des ZMO a été élaborée en univers keynésien à une époque où l'on pensait que les prix et les salaires étaient plutôt rigides et ne permettraient pas les ajustements de taux de change réels. Mais, on est bien convaincus désormais qu'une certaine flexibilité trouve sa place dans les conditions facilitant les ajustements relatifs ou post-crise et pourrait donc faire partie des critères d'adhésion. Daniel Gros (2012) et Paul De Grauwe (2012) apportent des éléments consistants sur ce type d'ajustement durant la période 2008-2012. Ils partent d'une différence de compétitivité entre les pays du Sud et l'Irlande d'un côté et les pays du Nord de l'autre. Sur le Graphique 5 inspiré de leurs travaux, nous présentons le **coût unitaire réel relatif du travail pour l'Irlande et les pays du Sud** vis à vis du Nord et son évolution de 2002 à 2012.

Graphique 5 Coûts unitaires du travail comparés en Zone Euro

Source : Paul De Grauwe



La base est 1 en 2005. On observe très clairement la détérioration de la compétitivité du Sud et de l'Irlande dans la période 2002-2008 puis l'ajustement opéré à partir de cette date jusqu'en 2012. On constate une fois de plus que les déséquilibres constatés en 2008 ne sont pas le résultat d'un choc à cette date mais celui d'une longue dégradation.

Chacun de son côté, Daniel Gros et Paul De Grauwe ont tenté de mesurer le chemin d'ajustement que les divers pays du Sud et l'Irlande devaient faire pour retrouver une compétitivité "normale" assurant notamment un retour à l'équilibre extérieur. Ils se placent donc dans l'optique d'un ajustement du taux de change réel par la déflation relative et l'austérité (c'est à dire le dénominateur du taux de change réel) en conservant l'euro plutôt que dans celle d'un retour aux monnaies nationales et à l'ajustement des taux de change [comme le demande par exemple Gérard Lafay (2013) qui ne croit pas possible d'imposer la déflation pour réaliser la dévaluation interne]. Leurs deux tentatives diffèrent par le point de départ temporel définissant le niveau « normal » auquel devrait nous faire revenir un ajustement de compétitivité complet ; Daniel Gros, avec précaution, propose de se référer à la situation de 2003 tandis que Paul De Grauwe préfère la date plus lointaine de 1999, correspondant à la création de l'euro. Le tableau 2 qui suit reprend ses observations de l'ajustement, qu'il décrit comme une "dévaluation interne" (du taux de change réel).

Tableau 2 Dévaluation interne dans les pays « PIIGS » depuis 2008-2009		
[tiré de Paul De Grauwe (2012)]		
Ajustement réalisé fin 2011* en Pourcentage de l'ajustement nécessaire**		
Irlande	23 %	75 %
Grèce	11,4 %	78 %
Espagne	8,9 %	51 %
Portugal	3,2 %	30 %
Italie	0,6 %	4 %
* depuis le « pic » de 2008		
** pour revenir au niveau de compétitivité de 1999.		

On tire du graphique 5 et de ce tableau 2 que l'Irlande avait l'ajustement de compétitivité le plus important à réaliser. On voit aussi que c'est ce pays qui a réussi à le réaliser en trois ou quatre ans seulement. La Grèce aurait eu moins de chemin à faire et selon De Grauwe, en aurait fait les trois quarts fin 2011. La suite des événements prouve soit que le

chemin s'est allongé soit qu'il est devenu nettement plus escarpé par la suite, tant ce pays a connu de déboires dans cet effort de déflation.

Les conclusions à tirer pour la Zone Monétaire est qu'il devrait y avoir un examen préalable des capacités d'ajuster le taux de change réel, un critère de flexibilité ou de conformité structurelle, excluant probablement les pays en retard les plus attachés au socialisme de consommation. Cet examen a une valeur à la fois comme critère d'admission et comme critère d'adhésion.

L'ajustement de Mundell est parfois trop douloureux pour une nation et bloque ses perspectives de croissance à long terme...

Les migrations sont le moyen que voyait Robert Mundell pour ajuster les déséquilibres. Ajoutons qu'en cas de crise comme celle de 2008, quand une économie nationale va mal et ne peut absorber les demandeurs d'emploi, ces mouvements de main-d'œuvre sont aussi une « solution ». L'opinion courante était que la Zone Euro n'était pas une Zone Monétaire Optimale parce que les mouvements migratoires entre les pays d'Europe risquaient d'être insuffisants (problèmes de langue, attachements aux nations ...etc.).

En fait, les mouvements migratoires d'après 2008 ont été importants. Il est difficile de les cerner statistiquement de façon correcte, d'autant que les entrées d'immigrants dans certains pays n'ont pas grand-chose à voir avec la situation conjoncturelle et ne sont pas des migrations de travail. On se contentera d'évoquer quelques pays soumis à ce phénomène durant la crise.

Les mouvements migratoires bruts ont une importance relative différente d'un pays à l'autre, normalement en liaison inverse avec la taille de la population. Aussi n'est-il pas étonnant de voir des mouvements migratoires relativement plus forts en Autriche, en Belgique ou en Grèce que dans les grands pays de la zone euro (tant les immigrations que les émigrations représentent en moyenne de l'ordre de 1 % de la population totale pour ces trois pays et 0,5 % environ pour l'Allemagne). Certains pays s'écartent de ce schéma implicite par une intensité de migrations plus forte, l'Irlande et l'Espagne notamment (respectivement 2 % et 1%). Si l'on compare maintenant les réactivités migratoires pendant la crise au sein de la zone euro, on est frappé par les différences observées parmi les pays en difficulté (PIIGS). Un groupe de pays, comprenant l'Irlande, l'Espagne et le Portugal, connaît une forte réactivité tandis que la Grèce et l'Italie sont dans le cas contraire.

Notre méfiance vis-à-vis de ce mécanisme de Mundell est inspirée plutôt par le cas portugais. Ce cas est exposé par Joao Andrade (2017) de la façon suivante :

« Depuis 2007 sont sortis par an en moyenne 100 000 portugais. De 2011 à 2015 un demi-million est sorti du pays. Il semble qu'en 2016 le nombre d'émigrants s'est un peu réduit. Cette vague est bien différente des vagues précédentes : le nouveau émigrant n'a pas besoin de quelqu'un pour lui écrire les lettres qu'il envoie chez lui ou lire celles qu'il reçoit, il a un cours universitaire du premier au troisième cycle et communique avec la famille par l'internet ; en général il n'a pas envie de retourner à son pays pour acheter des terres, bâtir une maison ou ouvrir un petit commerce comme l'émigrant d'avant. Les pays de destination ce sont diversifiés beaucoup et on enregistre des pays comme l'Angleterre, la Suisse, l'Irlande et l'Australie, même l'Islande ! Ces migrants représentent la capacité de l'individu à réussir dans des sociétés modernes, dans un monde développé et concurrentiel. Mais ils représentent aussi pour l'économie portugaise une perte formidable de capital humain. »

Quand on rapporte ces flux d'émigration à la population du pays (environ 10 millions) on s'aperçoit des dégâts considérables que cet ajustement provoque. Si la stabilité de la zone euro et la présence du Portugal dans la Zone sont à ce prix, le jeu en vaut-il la chandelle ?

La question migratoire peut se poser de façon différente d'un pays à l'autre et les conclusions pessimistes auxquelles on arrive pour le Portugal (ou sans doute la Grèce) ne sont pas les seules. On reverra ce point avec l'exemple irlandais un peu plus loin.

A la différence de régions d'un même pays où les déplacements plus ou moins définitifs de ce type se font au sein d'une même patrie et sans perte d'identité, les nations de l'ensemble européen risquent de perdre leur potentiel de croissance et sont menacées dans leur intégrité. **Ainsi, le critère de mobilité du facteur travail considéré par la théorie des Zones Monétaires Optimales ne peut être exigé des parties que dans la mesure où il ne remet pas en cause l'identité et la croissance économique de ces parties. Dans ce cas, le critère d'admission peut être satisfait mais pas du tout celui de l'adhésion.**

B2 Le critère de mondialisations spécifique et les ajustements

Prolongeons l'analyse du fait national par celle du lien national à la mondialisation. Une théorie rénovée des ZMO doit à la fois tenir compte des spécificités internes des nations, comme ci-dessus, mais aussi de leur mondialisation spécifique.

Chaque pays membre entretient des relations d'échanges de biens et services, de mouvements de facteurs et financiers avec des pays extérieurs. Ces liens lui sont propres tant par leur orientation spatiale que par leur intensité et s'expliquent par la proximité géographique, l'Histoire, une langue ou une culture commune.

Ce concept a été développé dans notre article commun [Bernard et Anne-Yvonne Landais (2014)] et se décline en deux approches utiles.

- Il a trait d'abord aux sources possibles de chocs ou d'ennuis venant des économies extérieures à la zone monétaire et empruntant le chemin d'un pays particulier de la zone.
- Il a trait ensuite aux influences qu'exercent les liens extérieurs d'un pays sur ses capacités d'ajustement et de résorption des crises.

Une théorie des ZMO rénovée devrait considérer ces deux aspects et établir des critères d'appartenance qui en tiennent compte.

Le premier des deux est connu des analystes et a été bien intégré dans la théorie des ZMO. On sait par exemple que certains pays du Nord de l'Europe ont des liens privilégiés avec l'économie américaine, subissent assez rapidement les chocs venus d'outre atlantique et voient leur conjoncture refléter rapidement celle des Etats-Unis.

Dès lors, on peut imaginer qu'un pays appartenant à une zone monétaire est d'abord d'autant plus exposé à subir des chocs asymétriques qu'il est lié à des pays extérieurs qui lui transmettent leurs propres déséquilibres. Ainsi, les pays très ouverts sur l'extérieur de la zone vivent proportionnellement plus de chocs différents de ceux des autres membres. Ils ont plus de risques d'avoir une conjoncture en décalage et de connaître ensuite un écart de compétitivité relative. Cette ouverture hors zone produit d'ailleurs en principe autant de situations favorables que de dangers et se reflète dans la structure des chocs asymétriques. Les pays à mondialisation spécifique accentuée se retrouvent plus souvent dans la position d'"extrémité de fourchette" des conjonctures, en haut ou en bas selon les cas. Ce n'est certes pas un facteur favorisant leur présence dans la zone, d'autant que dans ce genre de situation, la politique monétaire unique de la banque centrale a peu de chances de leur convenir. Cependant, on a vu que ce constat pessimiste doit être tempéré par le fait que les vraies difficultés connues par la Zone Euro depuis 2008 ont eu peu à voir avec les chocs asymétriques mais sont nées plutôt d'une crise générale.

A l'inverse, on peut supposer aussi que ce type de pays sera mieux armé pour ajuster son économie à des chocs asymétriques, regagnant ainsi *a posteriori* ce qu'il perd *a priori* pour mériter (et profiter de) sa présence dans la zone. Globalement, sa mondialisation

particulière lui est alors utile pour flexibiliser son économie et ajuster plus vite son taux de change réel. A ce stade, pour faire comprendre cette démarche et plutôt que d'en justifier d'emblée la portée pour l'ensemble des membres de l'actuelle Zone Euro, nous choisissons de proposer un exemple typique d'ajustement de crise dans un contexte de forte mondialisation hors zone, celui de l'Irlande. Ce faisant, nous pensons mettre en lumière un cas limite particulièrement favorable tant à l'admission qu'à l'adhésion.

Un exemple limite de mondialisation spécifique : l'Irlande

L'Irlande a été touchée par la crise de façon spectaculaire. C'est pourtant ce pays qui semble avoir le mieux réagi. Sa mondialisation spécifique l'y a considérablement aidée. Résumons en les éléments. :

L'économie irlandaise est plus flexible parce qu'elle est au contact direct de l'économie britannique et parvient à s'adapter aux conditions posées par cette proximité. Même lorsque la livre sterling s'est trouvée dépréciée en 2009, les prix et salaires irlandais ont su s'aligner en conséquence. La mentalité non socialiste et le patriotisme irlandais ont fortement pesé du bon côté pour y parvenir.

L'économie irlandaise a connu des migrations qui ont été grandement facilitées et rendues moins douloureuses pour des raisons qui ont à voir avec sa position dans la mondialisation. La croissance vive de la période précédant la crise a attiré des immigrants de pays de l'Est entre 2000 et 2008. Ce furent les premiers à quitter l'Irlande après la crise, minimisant ainsi la pression sur le chômage. De plus, la tradition d'émigration irlandaise a développé une diaspora dans beaucoup de pays de langue anglaise (USA, Canada, Nouvelle Zélande, Australie) facilitant les départs temporaires d'Irlandais, avec l'espoir de revenir au pays (et qui y parviennent, depuis 2015 notamment).

Enfin, les capitaux américains se sont très vite proposés pour relancer les investissements en Irlande et ont alimenté la reprise. Or ces investissements directs sont une tradition bien ancrée, liée elle aussi aux affinités culturelles ainsi qu'aux dispositifs fiscaux attractifs.

Cet exemple irlandais montre donc qu'une considération des liens hors zone doit être introduite dans choix d'adhésion à une Zone Monétaire. Il est symptomatique que jamais la question du maintien de l'Irlande dans la Zone Euro ne se soit posée tout au long de ces années de crise, tant sa mondialisation spécifique allait dans le sens des ajustements nécessaires à sa reprise et à son maintien. On pourra souvent émettre l'idée paradoxale selon

laquelle les pays les plus ouverts sur l'extérieur de la zone monétaire sont ceux qui ont le plus de chances de s'y maintenir sans problème.

La théorie des ZMO a trop privilégié les considérations d'équilibre interne en vase clos sans voir qu'à notre époque l'ouverture économique sur l'extérieur pouvait s'avérer bénéfique ou maléfique en termes d'ajustement. Certes, le cas irlandais est limite, mais certaines de ses caractéristiques se retrouvent dans d'autres pays (l'Espagne par exemple) ou sont inversées au contraire pour des pays connaissant les plus grandes difficultés. Le contre-exemple des relations migratoires du Portugal s'impose à l'esprit ou encore l'influence des isolats linguistiques pour l'Italie et la Grèce. Chaque pays peut être « noté » selon ce critère.

Ce texte, aboutit ainsi à définir un nouveau « critère d'optimalité composite » tant d'admission que d'adhésion, exprimant la « facilité d'ajustement par la mondialisation hors zone ». Si la réflexion aboutit à définir un nouveau critère pour l'ajustement, il s'agit bien d'un critère composite mélangeant, sous l'angle de la mondialisation spécifique, des éléments déjà connus (flexibilité, migrations) avec un élément nouveau (les IDE) qui dévoile son importance particulière face aux crises et au besoin d'investissements pour la reprise. De plus, si les problèmes liés à la mondialisation particulière intéressent l'ensemble des États de la Zone Euro c'est à des degrés divers, certains étant nettement plus concernés que d'autres. Les « petits pays périphériques » sont au premier rang, le terme « périphérique » se comprenant d'ailleurs moins du point de vue géographique qu'analytique.

Conclusion

Après examen des événements liés à la crise de 2008 en Zone Euro, la théorie des zones monétaires optimales ne reste pas indemne.

La première mise en cause concerne l'origine des dangers auxquels s'exposent les pays formant une union monétaire. **Plus que les chocs asymétriques, ils doivent redouter les crises** et que la politique monétaire unique ne fragilise spécialement certains pays, en gros ceux qui sont les plus en retard et qui profitent des phénomènes de rattrapage grâce au crédit. Ce risque est d'autant plus élevé que les pays concernés sont les moins attentifs à limiter les excès par une valeur suffisante de leur épargne nationale. Lorsque la crise de 2008 s'est déclenchée et ultérieurement au moment de la crise secondaire liée aux dettes publiques, les pays périphériques ont été les plus impactés et leur reprise a été tardive et incomplète.

L'avantage de croissance obtenu durant la première phase a été parfois complètement effacé. **La théorie des ZMO, trop liée à une approche impulsion-propagation des fluctuations doit donc être réformée en profondeur pour prendre en compte ces phénomènes endogènes plutôt décourageants mais bien intégrés à la théorie des crises.**

Les ajustements prévus par la théorie pour remplacer les mouvements de taux de change ont été parfois au rendez-vous durant la période post-crise donnant ainsi raison à la théorie. Mais les conditions dans lesquelles ces ajustements se sont produits ont montré leurs limites. En particulier, l'ajustement des taux de change réels par la flexibilité a été souvent pénible ou faible ou les deux à la fois. Dans une zone monétaire de pays indépendants, **il ne faut pas** que les critères soient les mêmes que pour des régions d'ensembles nationaux, ce que ne prend pas en compte suffisamment la théorie des ZMO. Les excès d'austérité du cas grec comme les effets destructeurs des émigrations dans le cas portugais montrent que les critères envisagés par la théorie ne sont acceptables que pour des pays très proches les uns des autres dans leur développement économique et donc peu susceptibles d'avoir besoin d'ajustements trop brutaux. Enfin, on pourrait aussi faire entrer en critère nouveau les chances d'ajustement procurées par les mondialisations spécifiques, celles que certains pays tirent de leurs relations avec l'extérieur en termes de flexibilité, de facilités de migrations et des atouts de reprise économique qu'elles leur procurent.

Ces critiques mènent à un schéma théorique de remplacement conçu de la façon suivante.

Il y a deux types d'optimalité à ne pas ignorer dans le cas de nations : 1) **l'optimalité d'admission**, définie par une maximisation de l'utilité de la zone entière 2) **l'optimalité d'adhésion** définie par une maximisation de l'utilité pour chacun des divers pays membres.

Parfois la recherche d'optimalité peut se faire de conserve : éviter les chocs asymétriques mais surtout éviter les crises, conduit à préconiser des zones assez homogènes en termes de niveau de développement. Vérifier les possibilités d'ajustement ou de reprise après-crise liées à une mondialisation spécifique peut aussi être bénéfique aussi bien pour le pays concerné que pour la zone toute entière. De même, s'assurer d'une flexibilité associée soit à la mondialisation soit à une orientation non socialiste, est utile à l'optimalité d'admission et à l'optimalité d'adhésion. Mesurer les progrès de fonctionnement d'une zone par les performances de croissance de longue période semblerait alors le meilleur critère.

Mais parfois, les deux optimalités sont concurrentes. L'ajustement par le déplacement de la force de travail, parce qu'il n'est pas temporaire mais définitif, sépare les intérêts d'une partie de ceux du tout, l'optimalité d'admission rehaussée par les migrations en cas de crise

s'accroissant au détriment de l'intérêt à long terme d'une ou plusieurs économies de l'Union Monétaire. Là encore, la mesure peut se faire en comparant les croissances du tout et des parties et les forces qui les sous-tendent.

Une zone de nations gagnant le titre de « zone monétaire optimale » serait celle qui combinerait dans un même résultat favorable l'obtention de ces deux formes d'optimalité.

Bernard Landais

Mai 2017

Bibliographie

Ahrend, Rudiger (2008) : « Monetary Ease- A factor behind Financial Crises ? Some Evidence from OECD Countries », OECD Paris, The Open Access, Décembre.

Andrade, Joao, Souza (2017) : « Débat sur l'intégration économique et monétaire européenne : le cas du Portugal » Revue Internationale des Economistes de Langue Française (RIELF), N° 1-2017, Mai.

Battilosi, Stefano, **Foreman-Peck** James et **Kling** Gerhard (2008) : « European Business Cycles and Economic Policy, 1945-2007 », *Working Papers* N° 08-13, Université Carlos III de Madrid.

De Grauwe, Paul (2012) : « In Search of Symmetry in the Eurozone, CEPS Policy Brief, N°268, Mai.

Frankel, Jeffrey et **Rose**, Andrew (1997) : « Is EMU More Justifiable Ex-post than Ex-Ante ? », *European Economic Review*, Vol 41.

Gourinchas Pierre-Olivier et **Obstfeld**, Maurice (2011) : « Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First », *NBER Working Papers* N°17252, Juillet.

Gros, Daniel (2012) : « Macroeconomic Imbalances in the Euro Area : Symptom or Cause of the Crisis ? » CEPS Policy Brief, N°266, Avril.

Honohan, Patrick (2017) : « Banking Crises in Europe », Peterson Institute Policy Brief, Janvier.

Horvath, Julius (2003) : « Optimum currency area theory : A selective review » , Bank of Finland, Bofit Discussion Papers N°15.

Kaminsky Graciella et **Reinhart** Carmen (1999) : « The Twins Crisis : The Cause of Banking and Balance of Paiements Problems », *American Economic Review*, N°89, Juin.

Kenen, Peter (1969) : « The Theory of Optimum Currency Areas : An Eclectic View in Mundell, R et Svoboda, A, (Eds) : Monetary Problems in the International Economy, University of Chicago Press.

Johnson, Harry (1969) : « The Case for Flexible Exchange Rates », *FRB Saint Louis Review* Vol 51, N°6, Juin.

Lafay, Gérard (2013) : « Dévaluation interne ou dévaluation externe ? », Contribution au Congrès de l'AIELF, Valladolid, Mai.

Landais, Bernard (2017) : « Leçons sur les Fluctuations : le modèle Océan », ouvrage à paraître.

Landais, Bernard (2009) : « Perspectives de politique de croissance : retour sur le lien national entre l'épargne et l'investissement », Mélanges en hommage à Jean-Claude Dischamps, Université Valahia de Targoviste.

Landais, Bernard et **Landais**, Anne-Yvonne (2014) : « Optimalité en zone monétaire et mondialisation spécifique des Etats : un cas limite, l'Irlande » *Studiae Oeconomica Posnaniensia* (SOE) Vol 2, N°12.

Mac Kinnon, Robert (1963) : « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, Septembre.

Mundell, Robert (1961) : « A Theory of Currency Areas », *American Economic Review*, Vol 51.

Santos, Tano (2015) : « Credit booms : implications for the public and the private sectors », BIS Research Papers, N° 481, Janvier.

Sapir, Jacques (2017) : « The euro versus Europe » Valdai Discussion Club, Moscou, Mars.

Sénégas, Marc-Alexandre, (2010) : « La théorie des zones monétaires optimales au regard de l'euro : Quels enseignements après dix années d'union économique et monétaire en Europe ? » *Revue d'économie politique*. Vol 120.

Plan

INTRODUCTION

(1) Origine des crises et théorie des Zones Monétaires Optimales

- (A) Une théorie peu causante sur les raisons de la crise
- (B) La genèse de la crise en Europe
- (C) Epargne, investissement, croissance et socialisme
La politique monétaire, responsable sinon coupable ?
Vers la crise secondaire de 2011
Des épargnes nationales insuffisantes
- (D) Conclusion de la première partie.

(2) Ajustements et optimalité des Unions Monétaires

- (A) L'insuffisance des critères traditionnels purement relatifs
- (B) L'insuffisance d'une approche mésestimant les positions particulières des membres
 - (B1) Les ajustements prévus par la théorie des ZMO ne tiennent pas assez compte du fait national
Des ajustements par la dévaluation interne.
L'ajustement de Mundell est parfois trop douloureux pour une nation.
 - (B2) Le critère des mondialisations spécifiques et les ajustements
Un exemple limite de mondialisation spécifique

CONCLUSION